

środa, 1 marca 2017 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: marzec 2017

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Dynamika wzrostu i bliskie opory na indeksach MSCI EM i WIG20USD powodują, że ryzyko korekty w marcu jest wysokie. Spadek cen należy wykorzystywać do akumulowania akcji.

Ze spółek

Finanse

Uważamy, że wyceny banków zagranicznych takich jak Erste Bank, Komerční Banka czy nawet OTP Banku prezentują się znacznie bardziej atrakcyjnie niż polski sektor bankowy, gdzie po ostatnich wzrostach widzimy lekki potencjał spadku. Uważamy, że wycena polskiego sektora bankowego w większości przypadków uwzględnia już w pełni wzrost stóp procentowych na poziomie 75 p.b. oraz niższą składkę BFG w 2017 r. Z drugiej strony uważamy, że pozostały sektor finansowy (PZU, PCM oraz SKH) prezentuje nadal atrakcyjną stopę zwrotu.

Paliwa, chemia

Fundamentalne czynniki związane z deficytem rynku przemawiają za wzrostami cen ropy, ale w krótkim terminie ryzykiem pozostaje skala wykupienia obrazowana przez rekordową liczbę długich pozycji na Nymex. Nadal jednak utrzymujemy zalecenie przeważania PGNiG względem regionalnych rafinerii. Po ostatnich dynamicznych wzrostach obniżamy rekomendację dla Lotosu z redukuj do sprzedaj. Oczekujemy dobrych wyników Ciec za 4Q'16. Na sentyment do akcji Synthos wpływać powinien obserwowany spadek notowań kauczuków naturalnych.

Energetyka

Spółki energetyczne starają się nadać w tym roku za szerokim rynkiem, a dobre wyniki za 4Q'16 stały się pretekstem do wzrostów dla PGE czy ENG. W najbliższych tygodniach nie oczekujemy jednak pojawienia się kolejnych pozytywnych katalizatorów dla sektora. Te mogą pojawić się dopiero w drugim półroczu. Utrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do CEZ.

Telekomunikacja, media, IT

Wśród spółek IT widzimy potencjał do spadków kursu Asseco Poland, które zaraportuje zestaw słabych danych finansowych. Z kolei dobre wyniki za 4Q'16 i optymistyczną perspektywę w 2017 r. ma Ailleron. Wśród spółek mediowych dalej podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do Agory.

Przemysł i metale

Największe szanse na wzrosty cen akcji upatrujemy w Elemental, Ergis, Pfeiderer, Stelmet, Tarczyński i Uniwheels. Słabiej od rynku zachowywać się powinny Alumetal, Boryszew i Kruszwica. W 4Q'16 oczekujemy, że 54% spółek przemysłowych poprawi r/r rezultaty, 23% pogorszy i 23% będzie miało zbliżone r/r wyniki. Proporcja spółek poprawiających rezultaty w ujęciu r/r będzie zbliżona do trzech poprzednich kwartałów. Obniżamy naszą rekomendację dla KGHM do trzymaj w związku z ryzykiem korekty cen miedzi po potencjalnym wznowieniu produkcji w kopalni Escondida.

Budownictwo

Po wzroście kursów spółek w lutym średni potencjał wzrostu dla czterech pokrywanych przez nas spółek spadł od czasu strategii z 15% do 8%. Zaraportowane dotychczas wyniki były lepsze (Budimex) lub zgodne z oczekiwaniami (Unibep).

Deweloperzy

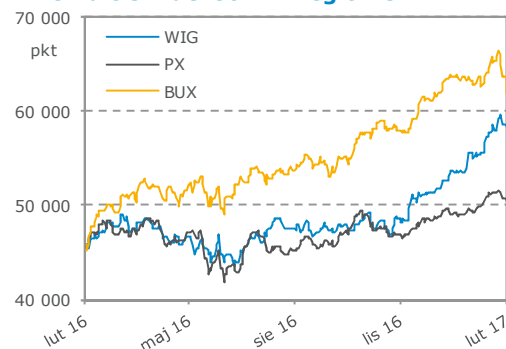
Hossa minionych miesięcy ominęła sektor deweloperski. Szacowany przez nas potencjał wzrostu pięciu pokrywanych spółek wynosi 19% (vs. 20% w styczniowej strategii). Podtrzymujemy przeważanie sektora.

Handel

Wzrost dochodu rozporządzalnego oraz wysokie odczyty konsumpcji prywatnej powinny pozytywnie wpływać na zachowanie się spółek detalicznych. Wzrostów upatrujemy w AmRest, Eurocash oraz Jeronimo Martins.

WIG 58 300
Średnie P/E 2017 13,6
Średnie P/E 2018 12,3
Średni dzienny obrót (3M) 1,0 mld PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
Alior Bank	akumuluj	▼
CCC	trzymaj	▼
CEZ	akumuluj	▼
Comarch	akumuluj	▼
Enea	sprzedaj	▼
Getin Noble Bank	trzymaj	▼
ING BSK	sprzedaj	▼
KGHM	trzymaj	▼
Lotos	sprzedaj	▼
Millennium	sprzedaj	▼
OTP Bank	akumuluj	▲
Pekao	trzymaj	▼
PKO BP	redukuj	▼
Unibep	akumuluj	▼

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

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

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	8
3. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	10
4. Statystyki rekomendacji	11
5. Finanse	12
5.1. Alior Bank	12
5.2. BZ WBK	12
5.3. Getin Noble Bank	13
5.4. Handlowy	13
5.5. ING BSK	14
5.6. Millennium	14
5.7. Pekao	15
5.8. PKO BP	15
5.9. Komerční Banka	16
5.10. Erste Bank	16
5.11. OTP Bank	17
5.12. PZU	17
5.13. Kruk	18
5.14. Prime Car Management	18
5.15. Skarbiec Holding	19
6. Paliwa, chemia	20
6.1. Ciech	20
6.2. Grupa Azoty	20
6.3. Lotos	21
6.4. MOL	21
6.5. PGNiG	22
6.6. PKN Orlen	22
6.7. Polwax	23
6.8. Synthos	23
7. Energetyka	24
7.1. CEZ	24
7.2. Enea	24
7.3. Energa	25
7.4. PGE	25
7.5. Tauron	26
8. Telekomunikacja, media, IT	27
8.1. Netia	27
8.2. Orange Polska	27
8.3. Agora	28
8.4. Cyfrowy Polsat	28
8.5. Wirtualna Polska	29
8.6. Asseco Poland	29
8.7. CD Projekt	30
8.8. Comarch	30
9. Przemysł i metale	31
9.1. Kernel	31
9.2. Kęty	31
9.3. KGHM	32
9.4. Stelmet	32
9.5. Uniwheels	33
9. Budownictwo	34
10.1. Budimex	34
10.2. Elektrobudowa	34
10.3. Erbud	35
10.4. Unibep	35
10. Deweloperzy	36
11.1. Capital Park	36
11.2. Dom Development	36
11.3. Echo Investment	37
11.4. GTC	37
11.5. Robyng	38
12. Handel	39
12.1. AmRest	39
12.2. CCC	39
12.3. Eurocash	40
12.4. Jeronimo Martins	40
12.5. LPP	41
13. Inne	42
13.1. PBKM	42

Rynek akcji

Z jednej strony silne momentum makro w światowej gospodarce, dobre wyniki spółek za 4Q'16 i napływ kapitału do funduszy akcyjnych zarówno na rynki rozwinięte, jak również EM, z drugiej utrzymujące się ryzyko polityczne (polityka Trumpa – jak na razie nie realizuje się czarny scenariusz; wybory w Europie) i wraz z przyspieszającą inflacją rosnące oczekiwania na zacieśnianie polityki monetarnej (FED, ECB, BoE, BoCh) tworzą pozytywne otoczenie dla rynku akcji (wzrost i niepewność). W lutym przy umacniającym się USD zyskiwały na wartości zarówno akcje (wyceniają wzrost i inflację), jak również obligacje (wyceniają ryzyko polityczne). WIG20 rośnie bez większej korekty od końca listopada 2016 (+31%), tj. już 14 tygodni – jest to najdynamiczniejszy trend wzrostowy od 2009 roku. W ostatnich tygodniach siłę pokazują rynki wschodzące. Na ich tle wyróżnia się region EMEA, gdzie wskaźniki aktywności gospodarczej lokują region na czele grupy EM (tu najsłabsze odczyty notują kraje Ameryki Łacińskiej). Krótkoterminowo rynki są już mocno wyprzedane, dlatego przyczyną korekty mogą być zarówno słabsze dane makro, zdarzenia polityczne czy wypowiedzi przedstawicieli któregoś z kluczowych banków centralnych. Ponadto sezon wyników w USA dobiega końca, a wraz z nim może wygasać pozytywny impuls dla rynków w krótkim terminie. Zwracamy uwagę, że WIG20USD jest silnie skorelowany z MSCI EM. Oba indeksy mają ok. 4% potencjału wzrostowego do istotnej strefy oporu. Podtrzymujemy nasze tezy ze *Strategii inwestycyjnej (Rynek akcji w 2017)* z dn. 27.01.2017. Lokalne korekty należy wykorzystywać do akumulowania akcji.

WIG20 (USD) oraz iShares MSCI Emerging Markets ETF



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Sytuacja gospodarcza najlepsza od lat

W światowej gospodarce nadal panuje najlepsza koniunktura od kilku lat. Przyspieszenie wzrostu gospodarczego ma miejsce nie tylko w USA, ale również z Europy, Chinach czy wreszcie na rynkach wschodzących (mimo umocnienia USD).

Dalsza poprawa koniunktury w przemyśle (55,5 pkt) i skokowy wzrost sentymentu w sektorze usług (55,6 vs. 53,7 przed miesiącem) wyniosły zagregowany PMI w strefie euro do poziomu najwyższego od 6 lat. Najwyżej od 9 lat znajduje się subindeks zatrudnienia, sześciolatnie maksima osiągają subindeksy cenowe. Ten pozytywny obraz wspiera równomierne rozłożenie się wzrostu w największych krajach strefy, tj. ma on miejsce nie tylko w Niemczech, ale również we Francji czy Włoszech. Wskaźniki wyprzedzające wskazują, że tegoroczne prognozy wzrostu PKB dla strefy na poziomie 1,8% będą podnoszone. Dotyczy to również danych o zatrudnieniu (będzie pojawiał się problem dostępności siły roboczej i zdolności wytwórczych, przyspieszenie inwestycji, stopa bezrobocia w strefie spadła do 9,6%), a przede wszystkim danych o inflacji (obecny konsensus na CPI 1,3%). To z kolei musi wymóc na ECB zmianę polityki monetarnej, tj. rozpoczęcia taperingu możliwe, że jeszcze pod koniec br. Ostatnie tygodnie oprócz bardzo dobrych odczytów wskaźników wyprzedzających przyniosły również kilka wartych odnotowania zaskoczeń negatywnych z realnych już danych: sprzedaż detaliczna w strefie (-0,3% m/m), produkcja przemysłowa w Niemczech (-3% m/m) oraz ZEW (10,4 vs. 15,0 oczekiwane) i IFO (109,8).

W USA, wzrost cen akcji na giełdzie i cen nieruchomości zwiększa zamożność Amerykanów w 1Q o 7% r/r. Z drugiej strony wzrost inflacji do 2,5%, a inflacji bazowej do 2,3%, powoduje, że w br. realne płace Amerykanów prawdopodobnie nie wzrosną, co może mieć przełożenie na poziom konsumpcji i potencjalne rozczarowania w połowie roku. Dane dotyczące inflacji zaskoczyły inwestorów in plus, co zwiększyło prawdopodobieństwo marcowej podwyżki stóp procentowych do 44%.

W Polsce wzrost PKB w 4Q'16 (+2,7% r/r) był wyższy niż jeszcze kilka tygodni temu zakładali makroekonomiści. Potwierdza się teza, że momentum makro osiągnęło punkt zwrotny w 3Q'16 i w kolejnych kwartałach gospodarka powinna się rozpędzać (szczególnie w ujęciu nominalnym, czekają nas najwyższe dynamiki wzrostu od 2012 roku).

W 4Q'17 tempo wzrostu powinno osiągnąć 4% r/r, co również będzie miało istotne przełożenie na wyniki spółek. Zdecydowanie lepiej prezentuje się rynek pracy, co utrzymuje w mocy założenie o silnej krajowej konsumpcji, jak również poprawiająca się koniunktura w branży budowlanej (znacząco lepsze dane styczniowe). Na obecną chwilę nic nie wskazuje, żeby zakładane w 2017 roku odbicie w obszarze inwestycji miało nie nastąpić. Rośnie wykorzystanie mocy produkcyjnych a przetargi drogowe wchodzą w końcowe fazy rozstrzygnięć.

Sentyment inwestorów na głównych indeksach daleki od euforii

Pomimo wielotygodniowego wzrostu głównych indeksów wśród inwestorów nadal nie widać euforii. Wskaźniki sentymentu dla DAX (Sentix) i S&P500 (AAII) wskazują na rosnące obawy o zachowanie rynku w krótkim okresie. Sentix spadł do 12,6 w stosunku do 16,2 – średniej z ostatnich czterech tygodni. Indeks AAII bulls-bears wskazuje na jedynie 1 p.p. przewagi optymistów, przy rosnącym udziale opinii neutralnych (34%). Na większości rynków utrzymuje się niska zmienność (VIX na poziomie 11,5, VDAX 14,3), przy czym VSTOXX future curve wskazuje, że część inwestorów spodziewa się wzrostu zmienności w maju, tj. w okresie

wyborów prezydenckich we Francji. Warto zwrócić uwagę, że jak podaje CFTC, na VIX nadal utrzymuje się rekordowo wysoka liczba utrzymywanych krótkich pozycji netto (-120k).

Napływ kapitału do funduszy

W ostatnim miesiącu prawie wszystkie klasy aktywów zanotowały napływ kapitału (odpływ jedynie w przypadku funduszy rynku pieniężnego i europejskich obligacji). W relacji do łącznych aktywów w zarządzaniu najczęściej zyskiwały fundusze dedykowane na rynki surowcowe (2,8% AUM, wyróżniały się fundusze złota), a także na obligacje amerykańskie i z rynków EM (blisko 2% AUM). Kapitał nadal płynął również do funduszy akcyjnych, zarówno na rynki wschodzące (GEM, EMEA), jak i rozwinięte (szczególnie Japonia). W ujęciu sektorowym najczęściej zyskiwały fundusze dedykowane na spółki finansowe, technologiczne i przemysłowe.

Również krajowe TFI mogą wreszcie pochwalić się atrakcyjnymi z punktu widzenia klienta detalicznego stopami zwrotu za ostatni rok, co skłania do realokacji środków do funduszy akcyjnych. Jak podają Analizy on-line w styczniu akcyjne TFI pozyskały netto łącznie 400 mln PLN (najwięcej od połowy 2015 roku), z czego fundusze dedykowane polskim akcjom 300 mln PLN. W tym okresie z funduszy pieniężnych odpłynęło 100 mln PLN. W kolejnych miesiącach tendencja ta powinna przyspieszać.

Wyniki za 4Q wspierają rynek akcji

Sezon wyników w USA dobiega końca, a wraz z nim może wygasać pozytywny impuls dla rynków w krótkim terminie. Spośród 409 spółek z S&P500 69% zaraportowało lepsze wyniki niż oczekiwali analitycy (najwięcej w sektorze: technologia, ochrona zdrowia, finanse). To nieco lepszy wynik niż typowy kwartał, kiedy średnio 63% spółek bije konsensus. W przypadku europejskiego Stoxx 600 dotychczas na 141 raportujących spółek 52% podało lepsze wyniki vs. średnio 49% w poprzednich okresach.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory w marcu

Finanse

- Zalecamy przeważanie banków zagranicznych, gdzie ostatnia korekta stwarza okazję inwestycyjną nie tylko w Erste Bank oraz w Komercni, ale także w OTP Bank.
- Uważamy, że wycena polskiego sektora bankowego nadal nie uwzględnia ustawy spreadowej, której dajemy duże prawdopodobieństwo wejścia w życie. Niemniej jednak koszty tej ustawy mogą nadal ulec znaczącym zmianom (obecnie około 9 mld PLN). Uważamy, że ustawa nie powinna zagrozić stabilności sektora, ale spowoduje odsunięcie w czasie wypłaty dywidendy.
- Pozytywnie oceniamy zmniejszenie opłat BFG w 2017 roku (około -13%). Niemniej jednak nadal nieznany jest podział kosztów pomiędzy poszczególne banki. Zgodnie z rekomendacją KSF uważamy, że banki z kredytami CHF mogą mieć relatywnie wyższe koszty BFG niż te bez ekspozycji. Podział taki może być niekorzystny dla Banku Millennium, którego składka bez domiarów CHF jest na porównywalnym poziomie R/R oraz korzystny dla Aliora.
- Kluczowe rekomendacje: Erste Bank (kupuj), Komercni Banka (akumuluj), PZU (kupuj).

Paliwa, chemia

- OPEC dotrzymał słowa i na razie realizuje zapowiedziane cięcia produkcji, ale ceny ropy pozostają stabilne, co zapewne wynika z obaw o odrodzenie wolumenów w USA, które naszym zdaniem są przesadzone. W krótkim terminie dostrzegamy jednak ryzyko korekty w związku z rekordową liczbą długich pozycji spekulacyjnych na Nymex i dekorelacją surowca z kursem EUR/USD.
- Marże rafineryjne w ostatnich tygodniach oscylowały w przedziale 4-5 USD/Bbl i co dziwne głównym ich budulcem był crack benzynowy, mimo słabych odczytów dotyczących popytu i zapasów na rynku amerykańskim. Zwracamy uwagę, że utrzymująca się jeszcze relatywnie atrakcyjna rentowność przerobu może być nieco sztucznie utrzymywana przez obniżoną produkcję w rafineriach, które starają się globalnie dostosowywać do negatywnych tendencji na zapotrzebowaniu na paliwa (w USA CUR zbliża się do dolnego ograniczenia 5-letniego przedziału wahań). Pomimo obniżenia podaży mieszanek ciężkich, dyferencjał Ural/Brent wciąż jest zaskakująco wysoki (ponad 2 USD/Bbl).
- Rentowność w obszarze petrochemii na olefinach w ostatnich tygodniach dynamicznie się poprawiała, głównie za sprawą rekordowych marż na aromatach i butadienie. Zwracamy uwagę, że są to odczyty spotowe i trudno wyciągać z nich wnioski w średniej perspektywie. W przypadku polimerów na razie marże pozostają stabilne po wcześniejszym spadku w listopadzie.
- Obecnie naszym zdaniem najatrakcyjniej na tle polskich spółek chemicznych wyceniany jest Ciech (jednocyfrowe dyskonto do grupy porównawczej mimo oczekiwanego spadku wyników w 2017 roku). Spodziewamy się dobrych wyników spółki za 4Q'16, mimo rosnących cen surowców energetycznych. W I'17 cena sody w Chinach po raz pierwszy od 3-4 lat była wyższa niż w Europie Zachodniej.
- Neutralnie pod względem inwestycyjnym oceniamy Grupę Azoty (spółka obecnie jest wyceniana podobnie jak grupa porównawcza, rosnące ceny gazu ziemnego negatywnie wpływają na wyniki 4Q'16 i 1Q'17 – oczekujemy spadkowej dynamiki).
- Negatywnie oceniamy potencjał wzrostu akcji Synthos z uwagi na ryzyko przeceny kauczków syntetycznych w ślad za naturalnymi (rosnące zapasy kauczków w największym porcie w Chinach).
- Kluczowe rekomendacje: Ciech (akumuluj), Synthos (sprzedaj), PKN Orlen (sprzedaj), PGNiG (kupuj), Lotos (sprzedaj).

Energetyka

- Ceny energii w Europie odbudowały się do poziomu 31 EUR/MWh, co było związane z odbiciem notowań węgla w kontraktach rocznych oraz wzrostem cen CO₂ (do ponad 5 EUR/t) w związku z ukształtowanym kompromisem w sprawie uzdrowienia systemu handlu emisjami.
- W Polsce kontrakt roczny nadal oscyluje wokół 159 PLN/MWh i nadal nie odzworowuje ewentualnych wzrostów cen węgla na lokalnym rynku, mimo pojawiających się w tym temacie spekulacji prasowych. Ceny spotowe ARA są nadal ponad 3 PLN/GJ wyższe od polskich, co przy koszcie transportu rzędu 3 PLN/GJ implikuje okienko arbitrażowe. Wydaje się, że podwyżki cen na lokalnym rynku są odwołane z uwagi na prowadzoną restrukturyzację kopalń i proces fuzji PGG z KHW.
- Ewentualne katalizatory dla spółek energetycznych mogą pojawić się dopiero w drugim półroczu, kiedy oczekujemy konkretów w sprawie notyfikacji polskiej propozycji rynku mocy i komunikowania podwyżek cen węgla od nowo powstałego krajowego holdingu węglowego.
- Kluczowe rekomendacje: CEZ (akumuluj), Enea (sprzedaj)

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 niezadowolającego stanu infrastruktury, na co od lat Polsce zwraca uwagę Komisja Europejska. Prezes Cichy wskazał na inwestycje infrastrukturalne i na zamiar wypełnienia zadań nałożonych przez Narodowy Plan Szerokopasmowy. Prezes chce zmienić nieefektywne wykorzystanie i niewystarczającą optymalizację istniejących sieci. 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. Nie zamierza on zrywać z polityką samoregulacji, zasadzającą się na wypracowywaniu konsensusu przedsiębiorców. Do praktyki teleregulatora wróć merytoryczne porozumienia, takie jak to z 2009 r. Prezes chciałby 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 CAPEXu 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 plusy 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 przeprowadziła ograniczenie zatrudnienia i reorganizację pracy redakcji oraz zrezygnowała 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 „przepalone”. Plany Ministerstwa Cyfryzacji interpretujemy negatywnie dla dużych firm, tj. dla Asseco Poland, Comarchu i Sygnity, które do tej pory realizowały duże kontrakty, przy czym Comarch jest uwrażliwiony na sektor publiczny nieznacznie (<10% w przychodach), w przeciwieństwie do matki Asseco Poland i Sygnity. Rentowność projektów IT będzie mniejsza, a ich wygranie trudniejsze.
- Zwracamy uwagę na spółkę Ailleron. Naszym zdaniem podmiot zaraportuje wysokie wyniki za 4Q'16. Ponadto wierzymy w dalszy rozwój sprzedaży systemu LiveBank do banków zagranicznych.
- W IT preferujemy Comarch, Atende, 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 (akumuluj), Asseco Poland (redukuj).

Przemysł i metale

- Dobre odczyty wskaźników PMI oraz pozytywne dane odnośnie produkcji przemysłowej przełożyły się na dalszy wzrost wycen spółek przemysłowych w Polsce i za granicą. Obecnie obserwowane przez nas spółki notowane są na wskaźnikach P/E'17 12,2x oraz EV/EBITDA'17 8,7x (około 8-34% dyskonta do MSCI Industrials dla Europy i świata).
- Podtrzymujemy nasze przeważenia dla: Elemental Holding (około 20% r/r wzrost EBITDA grupy po akwizycji podmiotów z branży recyklingu płytek PCB i katalizatorów), Ergis (spółka notowana z około 19-30% dyskontem do innych polskich spółek przemysłowych; popyt na folie mocno skorelowany ze wzrostem gospodarczym), Pfeiderer Group (oczekujemy ograniczenia importu taniej płyty drewnopochodnej z rynków wschodnich po umocnieniu RUB do PLN; spółka notowana z około 30% dyskontem na wskaźniku EV/EBITDA'17-18, możliwość wypłaty DYield na poziomie 6-7% w latach 2018-2019), Stelmet (uruchomienie nowego zakładu w Grudziądzu przełoży się na wzrost obrotów Grupy i spadek kosztów osobowych), Tarczyński (spółka notowana z około 10-36% dyskontem na P/E'17-18 oraz EV/EBITDA'17-18; rozpoczęcie współpracy z siecią Biedronka przełoży się na kolejny dwucyfrowy wzrost obrotów; na początku roku spółce sprzyja pożar w konkurencyjnym zakładzie Olewnik), Uniwheels (oczekujemy ponad 20% wzrostu wyniku EBITDA i zysku netto w 2017 roku; w związku z zakończeniem głównych

inwestycji i niskiego zadłużenia widzimy możliwość zwiększenia proporcji wypłaty dywidendy za 2016 rok – obecnie 50%).

- Podtrzymujemy niedoważenie dla: Alumetal (z uwagi na perspektywę spadku r/r rezultatów w 4Q'16 oraz 1Q'17 oraz oczekiwany brak poprawy wyniku netto w 2017 roku), Boryszew (spółka notowana jest obecnie z 30-40% premią do grupy porównawczej) oraz Kruszwicy (z uwagi na deficyt rzepaku na rynku krajowym oraz utrzymanie niskich rezultatów w 1H'17).
- W 4Q'16 oczekujemy, że 54% spółek przemysłowych poprawi r/r rezultaty, 23% pogorszy i 23% będzie miało zbliżone r/r wyniki. Proporcja spółek poprawiających rezultaty w ujęciu r/r będzie zbliżona do trzech poprzednich kwartałów. Dobrych wyników oczekujemy w Forte, Elementalu oraz Uniwheels. Słabych rezultatów oczekujemy w Alumetalu, Mangacie i Vistalu.
- Kluczowe rekomendacje: Stelmet (akumuluj), Uniwheels (akumuluj).

Budownictwo

- W lutym niewiele nowych kontraktów trafiło do portfeli zamówień spółek kolejowych. W przypadku infrastruktury drogowej również nie mieliśmy dużych rozstrzygnięć poza przetargiem na zachodnią obwodnicę Łodzi (później unieważnionym).
- W przetargach kubaturowych oraz energetycznych aktywność zamawiających również była umiarkowana w pierwszych miesiącach roku.
- Pozytywnym trendem w branży jest natomiast wzrost produkcji budowlanej w styczniu o 2% r/r vs. -8% w grudniu vs. -13% w listopadzie. Spodziewamy się kontynuacji powyższej poprawy w kolejnych miesiącach, lecz nie przecenilibyśmy tego zjawiska w kontekście wyników spółek budowlanych. Wyniki większości spółek w branży opierają się na długoterminowych backlogach, a spółki z natury „niebacklogowe” (Herkules, Ulma) potrzebują silniejszej dynamiki, by pokazać atrakcyjne wyniki finansowe.
- Od początku roku indeks WIG-Budownictwo wzrósł o 19%. Sektor jest wyceniony na P/E'17=15,1x oraz EV/EBITDA=7,6x. Rynek wyraźnie zaczyna dyskontować wyniki spółek po 2018 r. Widzimy uzasadnienie dla takiego podejścia, lecz timing na doważanie sektora wydaje się nie być najlepszy.
- Kluczowe rekomendacje: Elektrobudowa (kupuj), Budimex (akumuluj).

Deweloperzy

- Wyniki finansowe za 4Q'16 opublikowały jako pierwsze Ronson i Dom Development. Choć nie różniły się one istotnie od prognoz (w przypadku Ronsona były wręcz poniżej oczekiwań), reakcja rynku była jednoznacznie pozytywna.
- Sezon publikacji wyników dopiero rusza, a kilka spółek powinno pokazać znaczące dynamiki zysku netto (Robyg: +160%, Archicom: +108%, GTC: +89%, LC Corp: +28%, P.A. Nova: +27%).
- Za miesiąc deweloperzy opublikują dane sprzedażowe za 1Q'17. Spodziewamy się kolejnego kwartału rosnącej sprzedaży r/r oraz pozytywnej oceny bieżącej koniunktury przez zarządy spółek deweloperskich.
- Od początku roku indeks WIG-Nieruchomości wzrósł o 6%. Sektor jest wyceniony na P/E'17=9,0x oraz P/B=0,8x dając perspektywę dalszego wzrostu wyników po 2017 r.
- Kluczowe rekomendacje: Robyg (kupuj), Echo Investment (kupuj), GTC (akumuluj), Dom Development (akumuluj).

Handel

- **Miesięczne dane sprzedażowe:** Rezultaty sprzedażowe spółek odzieżowych pokazały jak wysoka jest konkurencja na rynku. LPP zaraportowało 22% R/R wzrostu sprzedaży, co było okupione zmniejszeniem rentowności sprzedaży o 7p.p. do 35% w styczniu 2017 (w I'16 spółka również zaraportowała zmniejszenie rentowności sprzedaży o 7p.p.). CCC opublikowało dynamikę na poziomie 15,4% R/R, co było tempem poprawy znacznie niższym niż w poprzednich miesiącach (zmniejszenie dynamiki poprawy wyniku z bardzo dobrych wyników w pierwszych miesiącach sprzedaży kolekcji oraz efektu bazy). Wprowadzenie części nowej kolekcji powinno złagodzić spadek rentowności sprzedaży LPP w II'17 (odbiór nowej kolekcji bardzo istotny dla dalszego zachowania kursu LPP), w CCC efekt bazy może negatywnie wpływać na dynamikę poprawy sprzedaży R/R w II'17.
- **AmRest** opublikuje wyniki za 4Q'16 w dniu 16 marca 2017. Opublikowane wcześniej dane sprzedażowe pokazują kontynuację pozytywnych trendów w sprzedaży porównywalnej. Spółka powinna zaraportować solidny zestaw wyników oraz może przekazać więcej informacji dotyczących rozwoju biznesu w średnim terminie. Zalecamy akumulowanie akcji spółki.
- Wyniki **Eurocash** za 4Q'16 były pod presją problemów w segmencie C&C oraz kosztów związanych z rozwijaniem nowych projektów. Poprawa była widoczna w segmencie Delikatesy Centrum (poprawa lfl detalicznego i hurtowego oraz rozwój sieci o 46 sklepów Q/Q). W 2017 roku spółka dokona restrukturyzacji w segmencie C&C. Jednocześnie pozytywnie na rezultaty wpłynąć konsolidacja wyników przejętych w 2016 roku biznesów (Eko Holding, PDA). Przyspieszenie dynamiki inflacji powinno wspierać osiągnięte przez spółkę rezultaty (zwłaszcza postępujący wzrost cen w segmencie piwa i napojów alkoholowych). Uwzględniając ostatni spadek wyceny spółki, rekomendujemy kupowanie walorów Eurocash.
- Kluczowe rekomendacje: Eurocash (kupuj), AmRest (akumuluj), Jeronimo Martins (akumuluj).

Makroekonomia

PKB w 4 kwartale 2016

Zgodnie z szacunkiem PKB, polska gospodarka wzrosła w IV kwartale o 2,7% r/r. Większe wrażenie robi momentum tego wzrostu – po wyłączeniu czynników kalendarzowych i sezonowych wzrost wyniósł 1,7% kw/kw, był najszybszy od 9 lat i pod tym względem zdecydowanie przebił oczekiwania, które można było formułować na podstawie danych miesięcznych (odbicie produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej). Na podstawie danych rocznych mamy całkiem precyzyjne szacunki struktury wzrostu w IV kwartale, przypomnijmy je zatem. Po pierwsze, odbicie w inwestycjach było tylko nieznaczne (-5,5% w IV kwartale wobec -7,7% w poprzednim). Mizerne odbicie w inwestycjach wynika z tego, że w zasadzie z kategorii inwestycyjnych wyniki poprawiła tylko i wyłącznie produkcja budowlano-montażowa. Inwestycje w maszyny i urządzenia pozostały w kontekście dynamicznym bez zmian w ujęciu rocznym (to dość dobrze pasuje do całej układanki PKB, gdyż inwestycje w podziale na dobra można przeliczyć tylko i wyłącznie na bazie produkcji faktycznie sprzedanej). Po drugie, konsumpcja prywatna przyspieszyła nieznacznie, do 4,1% z 3,9% w poprzednim kwartale. Jak na razie więc konsumpcja dóbr wciąż stanowi bardzo dobre przybliżenie zachowania całego agregatu konsumpcji. Po trzecie, konsumpcja publiczna spowolniła w IV kwartale za względu na bazę statystyczną, ale nie zrealizował się czarny scenariusz z ujemnym odczytem – nasza oryginalna prognoza (+1,0% r/r) okazała się bliska odczytowi wyliczonemu z danych rocznych, czyli +1,2%. Po czwarte, eksport netto dodał niewielki plusik w IV kwartale (w całym roku zero), zaś siłą napędową wzrostu PKB były zmiany zapasów, których kontrybucja mogła przekroczyć 1 pkt. proc. w IV kwartale. Wygląda na to, że firmy poprawiły wyniki produkcji w IV kwartale, ale jeszcze nie zdołały tej produkcji sprzedać. Nie jest to jednoznacznie zły prognostyk, gdyż może świadczyć o poprawie nastrojów w gospodarce, które w świetle badań NBP powinny przekładać się już na sprzedaż. Prawdopodobna nietypowa kompozycja wzrostu nie zmienia generalnie pozytywnego obrazu gospodarki pod koniec roku – dołek został osiągnięty jeszcze w III kwartale, a proces przyspieszania dopiero się rozpoczął. Już w I kwartale wzrost powinien przebić 3% i zbliżyć się do 4% na przełomie 2017 i 2018. Podtrzymujemy opinię, że obecny układ czynników – dynamiczny wzrost inflacji, przyspieszająca gospodarka i gołębia RPP to naszym zdaniem w średnim terminie recepta na wystromienie krzywej dochodowości.

Produkcja przemysłowa

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w styczniu o 9% w ujęciu rocznym (nasza prognoza 8,2%, konsensus 7,4%). Po odsezonowaniu (SA) uzyskano wynik -0,2% m/m oraz +4,1% r/r. Oczywiście liczby SA z nóg nie zwalają, ale rozpedzenie produkcji z ubiegłych miesięcy zostało zachowane, co stanowi dobry prognostyk na przyszłość; wskaźniki nieodsezonowane zostały napompowane głównie przez różnicę w dniach roboczych (+2 r/r zamiast -1 przed miesiącem) i próżno tutaj szukać zaskoczenia. Produkcja budowlano-montażowa kontynuuje odbicie – roczny wskaźnik znalazł się powyżej zera (+2,1%), podczas gdy analitycy oczekiwali niewielkiego minusa w tej kategorii (konsensus wyniósł -1,9%, nasza prognoza -1,0%). Same efekty bazowe oraz kalendarzowe nie wystarczą do wyjaśnienia tego zaskoczenia, wpływ miał także specyficzny dla przełomu roku czynnik sezonowy. Oznacza to, że ożywienie w sektorze budowlanym realizuje się szybciej, niż oczekiwano. Na szczegółowe dane będziemy musieli poczekać parę miesięcy (zawiera je dopiero Biuletyn Statystyczny z danymi za pierwszy kwartał), spodziewamy się jednak, że podobnie jak w poprzednich miesiącach głównym motorem napędowym jest kolej oraz infrastruktura liniowa. Prawdopodobne jest

także postępujące odmrożenie inwestycji samorządowych. Na produkcję przemysłową i budowlano-montażową należy spojrzeć łącznie. Gospodarka minęła punkt zwrotny już w IV kwartale zaś schemat zaskoczeń (in plus) sugeruje, że w najbliższym czasie czeka nas także fala rewizji PKB na pierwszą połowę roku.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła o 11,4% nominalnie (9,6% realnie), sporo powyżej oczekiwań rynkowych (7,8%) i blisko naszej prognozy (12,5%). W przypadku sprzedaży zadziałały podobne czynniki, jak w przypadku produkcji przemysłowej (dni robocze), połączone jednak z solidną (aczkolwiek nieoczywistą prócz samej sprzedaży paliw) bazą statystyczną z ubiegłego roku, którą wiążemy z generalnie słabymi nastrojami konsumpcyjnymi związanymi z obniżką ratingu Polski w styczniu 2016 roku. Narracja prasowa potęgowała wtedy negatywne nastroje, duża była też niepewność po zmianie władzy, w szczególności ustawowego kształtu nie miał jeszcze program 500+. Abstrahując od efektów statystycznych, sprzedaż detaliczna pokazuje siłę konsumpcji prywatnej (utrzymuje się wysoka sprzedaż samochodów, mebli) i naszym zdaniem konsumpcja prywatna uplasuje się w tym roku na terytorium wzrostu 4%+. Nie wierzymy przy tym w spadki dynamiki konsumpcji w drugiej połowie roku, kiedy ujawnią się bazy statystyczne na dochodach realnych. Przy solidnej kondycji rynku pracy konsumenci będą z powodzeniem wygładzać ścieżkę konsumpcji przy wykorzystaniu oszczędności.

Inflacja

Inflacja w styczniu wyniosła 1,8% w ujęciu rocznym (odczyt będzie podlegał rewizji po zmianie koszyka). Oczekiwaliśmy niższego odczytu, na poziomie 1,7% (konsensus 1,6%). Niespodzianka wynika przede wszystkim z wyższej realizacji cen żywności (+1,8%) i kategorii zdrowie (+0,4% wobec -1,8% rok wcześniej), zniwelowanej częściowo transportem (obniżki cen w kategoriach innych niż paliwa). Choć szczegóły publikacji są w tym miesiącu tradycyjnie skąpe, można szacować, że inflacja bazowa wzrosła do 0,3%. Inflacja w lutym powinna przekroczyć 2% i w kolejnych miesiącach zbliżyć się do celu inflacyjnego NBP. Już na obecnym etapie nie ulega wątpliwości, że jest to scenariusz odmienny od tego zinternalizowanego przez RPP (ścieżka inflacja będzie wyższa niż oczekiwana przez to gremium). W kolejnych miesiącach należy się także liczyć z powoli rosnącą inflacją bazową, która będzie efektem po trosze przerzucania wyższych cen producentów w warunkach mniejszej niepewności gospodarczej, a po trosze skutkiem powolnego podnoszenia jednostkowych kosztów pracy.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w styczniu 2017 aż o 4,3% w ujęciu rocznym. Wynik jest znacząco wyższy od konsensusu rynkowego (2,9%) i nawet naszej optymistycznej prognozy (3,4% – najwięcej na rynku). Oznacza to największy przyrost zatrudnienia od początku wieku w ujęciu miesięcznym (ponad 160 tys. nowych etatów, co oznacza przyrost o 2,8% m/m), a w perspektywie rocznej (wzrost o ponad 256 tys.) najwyższy od 2008 roku. Odczyty styczniowe są w większości zdefiniowane przez kwestie statystyczne oraz prawne – GUS aktualizuje wtedy populację przedsiębiorstw 9+. Wpływ na powiększenie liczby tych przedsiębiorstw miała nie tylko generalnie bardzo dobra sytuacja na rynku pracy (wzrost istniejących przedsiębiorstw), ale także przechodzenie z umów cywilnoprawnych na umowy o pracę wymuszone poprzez wprowadzenie weszłym roku zmiany w prawie. Podany wzrost zatrudnienia w styczniu będzie motywem przewodnim nie tylko dla pozostałych odczytów zatrudnienia w tym roku,

ale i innych kategorii związanych z rynkiem pracy (wyższy mianownik stopy bezrobocia rejestrowanego). Przeciętne wynagrodzenie wzrosło w styczniu o 4,3% r/r, zgodnie z konsensusem i nieco poniżej naszej prognozy (4,8%). Przyspieszenie w stosunku do poprzedniego miesiąca to efekt kilku czynników: (1) korzystnej różnicy w dniach roboczych (wzrost z -1 do +2 r/r); (2) dużego wzrostu płacy minimalnej, który dodał co najmniej 0,2 pkt. proc. do wzrostu płac (więcej, jeżeli wzrost płacy minimalnej wymusił również podwyżki dla osób zarabiających nieznacznie powyżej nowego minimum); (3) odreagowania w części sektorów po słabym grudniu. Nie można również wykluczyć, że wpływ na dynamikę płac miała zmiana populacji przedsiębiorstw 9+ – tak duży skok zatrudnienia w styczniu sugeruje, że efekty kompozycyjne mogły mieć tym razem znaczenie, choć nie jest jasne, jaki jest kierunek ich wpływu. Analiza szczegółowych danych może jedynie częściowo pomóc w rozwikłaniu tego problemu. Nasz strukturalny pogląd na płace pozostaje niezmieniony – czynniki demograficzne powodują postępujące zacieśnienie runku pracy i nierównowagę pomiędzy podażą pracy, a popytem

nań skutkować będzie wzrostem wynagrodzeń. Już teraz odsetek przedsiębiorstw zgłaszających problemy ze znalezieniem pracowników jest prawie rekordowy, pomimo dużej (zwłaszcza w odniesieniu do wielkości kluczowych sektorów) imigracji z Ukrainy. Ta ostatnia jest również największym czynnikiem ryzyka – wprowadzenie ruchu bezwizowego z resztą UE może spowodować odpływ części ukraińskich pracowników i skokowe zacieśnienie runku pracy. Wysoki wzrost zatrudnienia automatycznie podnosi dynamikę nominalnego (nowy wieloletni rekord!) i realnego funduszu płac, w tym drugim przypadku niwelując część statystycznych efektów rosnącej inflacji. Nawet, jeśli skorygujemy te miary o konsekwencje styczniowych skoków, powinno być jasne, że dynamika konsumpcji nie spadnie znacząco w II połowie roku.

Departament Analiz Ekonomicznych mBanku
(Ernest Pytlarczyk, Marcin Mazurek)
research@mBank.pl

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E		EV/EBITDA	
							2017	2018	2017	2018
Banki										
ALIOR BANK	akumuluj	2017-03-01	65,42	71,50	65,42	+9,3%	52,0	13,4		
BZ WBK	redukuj	2017-01-27	355,00	332,34	351,05	-5,3%	15,7	13,0		
GETIN NOBLE BANK	trzymaj	2017-03-01	2,02	2,14	2,02	+5,9%	10,7	5,6		
HANDLOWY	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	78,85	+7,8%	18,6	14,6		
ING BSK	sprzedaj	2017-03-01	183,50	152,39	183,50	-17,0%	16,3	14,5		
MILLENNIUM	sprzedaj	2017-03-01	6,82	5,81	6,82	-14,8%	13,0	11,5		
PEKAO	trzymaj	2017-03-01	139,95	146,10	139,95	+4,4%	16,3	15,5		
PKO BP	redukuj	2017-03-01	33,28	31,20	33,28	-6,3%	14,2	12,5		
KOMERCNI BANKA	akumuluj	2017-01-27	892,60	1 011,37 CZK	917,10	+10,3%	13,5	12,3		
ERSTE BANK	kupuj	2017-01-27	28,60	35,98 EUR	27,46	+31,0%	9,5	8,5		
OTP BANK	akumuluj	2017-03-01	8 450	9 031,25 HUF	8 450	+6,9%	10,6	9,7		
Ubezpieczyciele										
PZU	kupuj	2017-01-27	35,50	44,63	36,07	+23,7%	13,3	9,3		
Usługi finansowe										
KRUK	redukuj	2017-01-27	249,15	219,64	245,00	-10,4%	16,2	14,2		
PRIME CAR MANAGEMENT	kupuj	2017-01-27	34,91	34,91	31,55	+10,6%	9,1	8,3		
SKARBIEC HOLDING	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	30,05	+54,0%	7,5	6,6		
Paliwa, Chemia										
CIECH	akumuluj	2017-01-27	69,03	72,50	74,90	-3,2%	12,4	14,9	7,4	8,0
GRUPA AZOTY	trzymaj	2017-01-26	70,41	73,90	69,34	+6,6%	16,1	15,4	7,5	7,1
LOTOS	sprzedaj	2017-03-01	48,63	36,27	48,63	-25,4%	15,2	11,9	7,7	5,8
MOL	redukuj	2016-12-20	20 620	18 970 HUF	19 950	-4,9%	11,9	10,1	5,1	4,6
PGNIG	kupuj	2017-02-27	6,12	7,25	6,25	+16,0%	11,7	9,5	4,9	4,2
PKN ORLEN	sprzedaj	2016-12-20	87,17	66,13	94,20	-29,8%	11,6	14,9	7,2	7,9
POLWAX	kupuj	2017-01-13	16,60	25,95	16,90	+53,6%	7,1	7,2	6,0	6,9
SYNTHOS	sprzedaj	2017-01-17	5,30	3,72	5,88	-36,7%	16,2	21,3	10,1	12,0
Energetyka										
CEZ	akumuluj	2017-03-01	450,50	496,80 CZK	450,50	+10,3%	15,1	14,7	6,9	6,7
ENEA	sprzedaj	2017-03-01	10,67	8,81	10,67	-17,4%	6,8	5,9	4,7	3,8
ENERGA	trzymaj	2017-01-27	10,20	9,20	10,92	-15,8%	8,9	8,3	4,8	4,7
PGE	trzymaj	2016-10-04	10,18	10,63	11,87	-10,4%	9,8	9,3	5,4	5,3
TAURON	akumuluj	2016-12-06	2,66	3,03	3,00	+1,0%	5,3	5,1	4,7	4,9
Telekomunikacja										
NETIA	akumuluj	2017-01-27	4,58	4,90	4,50	+8,9%	-	-	4,6	5,0
ORANGE POLSKA	kupuj	2017-01-27	5,46	7,10	4,73	+50,1%	164,1	31,6	4,3	4,1
Media										
AGORA	akumuluj	2017-01-27	12,90	13,90	15,10	-7,9%	-	-	6,9	6,9
CYFROWY POLSAT	redukuj	2017-01-27	24,65	22,30	23,16	-3,7%	15,8	13,3	7,1	6,7
WIRTUALNA POLSKA	akumuluj	2017-01-27	56,60	61,00	56,50	+8,0%	21,6	17,7	12,2	10,3
IT										
ASSECO POLAND	redukuj	2017-02-24	55,81	53,00	56,00	-5,4%	14,7	14,4	6,7	6,3
CD PROJEKT	sprzedaj	2017-01-26	59,63	43,40	70,45	-38,4%	46,3	46,0	33,8	33,3
COMARCH	akumuluj	2017-03-01	204,80	205,00	204,80	+0,1%	20,7	17,5	8,7	8,0
Przemysł i metale										
FAMUR	zawieszona	2016-11-30	4,22	-	5,15	-	-	-	-	-
KERNEL	trzymaj	2017-01-27	76,75	73,90	78,50	-5,9%	5,9	6,4	4,5	4,3
KĘTY	trzymaj	2017-01-27	416,80	387,90	410,80	-5,6%	15,5	15,8	10,7	10,0
KGHM	trzymaj	2017-03-01	129,00	128,64	129,00	-0,3%	8,9	8,9	5,7	5,5
STELMET	akumuluj	2017-01-27	32,30	33,80	30,20	+11,9%	15,5	12,1	10,2	8,1
UNIWHEELS	akumuluj	2017-01-27	236,00	258,00	245,70	+5,0%	10,6	10,5	8,4	8,5
Budownictwo										
BUDIMEX	akumuluj	2017-01-27	217,00	238,40	244,25	-2,4%	15,6	17,5	8,0	9,5
ELEKTROBUDOWA	kupuj	2016-12-22	98,50	146,00	115,50	+26,4%	11,2	11,9	5,8	5,9
ERBUD	akumuluj	2017-01-27	29,50	33,50	31,51	+6,3%	12,7	12,4	5,3	5,1
UNIBEP	akumuluj	2017-03-01	12,59	12,80	12,59	+1,7%	10,6	11,0	7,2	7,3
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	6,52	+24,1%	46,5	8,5	122,9	14,2
DOM DEVELOPMENT	akumuluj	2017-01-27	64,94	72,50	67,01	+8,2%	10,1	9,8	7,7	7,6
ECHO	kupuj	2017-01-25	5,69	6,64	5,65	+17,5%	10,4	8,4	12,3	10,4
GTC	akumuluj	2017-01-25	8,65	9,59	8,20	+17,0%	7,1	10,4	9,8	13,7
ROBYG	kupuj	2017-01-27	3,00	3,95	3,07	+28,7%	10,0	6,2	11,1	6,3
Handel										
AMREST	akumuluj	2017-01-27	347,00	367,00	341,50	+7,5%	29,3	21,7	11,6	9,1
CCC	trzymaj	2017-03-01	225,50	219,00	225,50	-2,9%	22,7	18,4	16,0	13,2
EUROCASH	kupuj	2017-01-27	39,90	46,20	33,20	+39,2%	18,2	13,9	8,6	6,9
JERONIMO MARTINS	akumuluj	2017-01-27	15,66	16,90 EUR	15,18	+11,3%	20,7	18,7	10,6	9,8
LPP	trzymaj	2017-01-27	5 370	5 300	5 661	-6,4%	22,4	17,0	12,5	10,0
Inne										
PBKM	kupuj	2016-12-22	53,95	70,00	55,41	+26,3%	9,5	7,9	6,5	5,5
WORK SERVICE	zawieszona	2016-12-06	10,17	-	9,55	-	-	-	-	-

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Asseco Poland	redukuj	trzymaj	53,00	2017-02-24
PGNiG	kupuj	kupuj	7,25	2017-02-27

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Alior Bank	akumuluj	kupuj	71,50	2017-03-01
CCC	trzymaj	akumuluj	219,00	2017-03-01
CEZ	akumuluj	kupuj	496,80 CZK	2017-03-01
Comarch	akumuluj	kupuj	205,00	2017-03-01
Enea	sprzedaj	redukuj	8,81	2017-03-01
Getin Noble Bank	trzymaj	kupuj	2,14	2017-03-01
ING BSK	sprzedaj	redukuj	152,39	2017-03-01
KGHM	trzymaj	akumuluj	128,64	2017-03-01
Lotos	sprzedaj	redukuj	36,27	2017-03-01
Millennium	sprzedaj	trzymaj	5,81	2017-03-01
OTP Bank	akumuluj	trzymaj	9031,25 HUF	2017-03-01
Pekao	trzymaj	akumuluj	146,10	2017-03-01
PKO BP	redukuj	trzymaj	31,20	2017-03-01
Unibep	akumuluj	kupuj	12,80	2017-03-01

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	7	12,5%	4	12,9%
redukuj	6	10,7%	4	12,9%
trzymaj	10	17,9%	5	16,1%
akumuluj	20	35,7%	9	29,0%
kupuj	13	23,2%	9	29,0%

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 1 marca 2017 o godzinie 12:05.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 1 marca 2017 o godzinie 12:05.

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, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, 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, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PBKM, Stelmet, 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.

Powielenie 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.

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy dotyczące spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie miesięcznym

ALIOR BANK

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-03-01	2017-01-27	2016-05-24	2016-04-15
kurs z dnia rekomendacji	65,42	61,95	55,40	70,40
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	55 560,23	46 042,23	48 285,21

CCC

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-03-01	2017-01-27	2016-08-03	2016-07-01	2016-05-06	2016-03-04
kurs z dnia rekomendacji	225,50	207,00	184,00	159,65	169,00	147,30
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	55 560,23	47 031,70	44 748,53	46 430,16	46 448,27

CEZ

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-03-01	2016-12-06	2016-10-04	2016-08-03
kurs z dnia rekomendacji	450,50	407,00	436,00	73,03
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	49 647,48	47 399,32	47 031,70

COMARCH

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-03-01	2016-12-19	2016-08-16
kurs z dnia rekomendacji	204,80	172,40	166,00
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	51 115,26	48 631,44

ENEA

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-03-01	2017-01-27	2016-10-04
kurs z dnia rekomendacji	10,67	10,61	8,45
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	55 560,23	47 399,32

GETIN NOBLE BANK

rekomendacja	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	2,02	1,68
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	55 560,23

ING BSK

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-03-01	2017-01-27	2016-10-05	2016-08-03	2016-03-04
kurs z dnia rekomendacji	183,50	167,55	146,90	134,50	121,45
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	55 560,23	47 900,66	47 031,70	46 448,27

KGHM

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	zawieszona	redukuj
data wydania	2017-03-01	2017-01-27	2017-01-17	2016-12-06	2016-08-03
kurs z dnia rekomendacji	129,00	122,05	110,00	91,84	78,20
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	55 560,23	53 706,41	49 647,48	47 031,70

LOTOS

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-03-01	2016-12-20	2016-04-19
kurs z dnia rekomendacji	48,63	40,40	28,09
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	51 129,31	48 195,06

Rekomendacje wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy dotyczące spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie miesięcznym

MILLENNIUM

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	6,82	5,93
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	55 560,23

OTP BANK

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-03-01	2017-01-27	2016-10-05	2016-04-06
kurs z dnia rekomendacji	8450,00	8950,00	7498,00	6900,00
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	55 560,23	47 900,66	47 790,29

PEKAO

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2017-03-01	2017-01-27	2016-08-03	2016-07-05	2016-03-04
kurs z dnia rekomendacji	139,95	136,60	124,75	129,65	156,70
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	55 560,23	47 031,70	44 294,15	46 448,27

PKO BP

rekomendacja	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	33,28	31,62
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	55 560,23

UNIBEP

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-03-01	2017-01-27	2016-12-06	2016-11-04	2016-09-06
kurs z dnia rekomendacji	12,59	10,79	10,00	10,85	11,79
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	55 560,23	49 647,48	47 899,61	47 980,57

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95

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

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
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

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 49 85

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl