Pełne raporty dostępne są wyłącznie dla osób posiadających rachunki w Domu Maklerskim mBanku
Zaloguj się do serwisu informacyjnego lub załóż rachunek na www.mDM.pl

mBank Dom Maklerski

mBank.pl

środa, 5 kwietnia 2017 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: kwiecień 2017

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Pozytywne momentum globalnego makro, z drugiej strony obawy o reformy Trumpa i niepewny wynik wyborów we Francji – korekta w trendzie wzrostowym przeciągnie się na kwiecień. Spadek cen należy wykorzystywać do akumulowania akcji.

Ze spółek

Finanse

Uważamy, że zapowiadane ogłoszenie szczegółów dotyczących programu przewalutowania kredytów CHF przez PKO BP powinno mieć negatywny wpływ na sentyment do sektora. W kwietniu preferujemy banki bez ekspozycji na kredyty CHF (Alior, Pekao i Handlowy) oraz zagraniczne (Erste, Komercni i OTP). Ponadto, w kwietniu oczekujemy ogłoszenia nowego prezesa PZU co naszym zdaniem powinno poprawić sentyment do spółki.

Paliwa, chemia

Spadki cen ropy i standardowa sezonowość wspierały w ostatnich tygodniach rentowność przerobu, ale nadal uważamy, że założenie utrzymania tych poziomów marż jest bardzo optymistyczne, a zostało już wycenione w kursach PKN i LTS. Preferujemy akcje PGN, gdzie dostrzegamy pozytywne katalizatory rynkowe i regulacyjne.

Energetyka

W najbliższych miesiącach zapadną kluczowe rozstrzygnięcia dla sektora związane z repolonizacją EDF i fuzją KHW/PGG. W naszym bazowym scenariuszu zaowocuje to wzrostem lokalnych cen węgla i energii, co poprawi sentyment do wytwórców, szczególnie jeśli przyspieszone zostaną prace nad wdrożeniem rynku mocy.

Telekomunikacja, media, IT

W kwietniu widzimy potencjał do wzrostów mniejszych spółek IT: naszym faworytem jest Atende, pozytywnie podchodzimy także do ASEE, Asseco Business Solutions i Ailleronu. Podtrzymujemy także nasz pair trade: kup Comarch vs. sprzedaj Asseco Poland. Widzimy potencjał do wzrostów w Orange Polska ze względu na redukcję kosztów, której rynek nie zakłada. Pozytywne podejście mamy do Agory.

Przemysł i metale

Jak dotychczas spółki przemysłowe podawały mieszane wyniki za 4Q'16 (wzrost r/r wyników w 50% spółek, spadek w 38%). Większość spółek zanotowała wyniki zgodne z oczekiwaniami (aż 44%). Naszymi top pickami pozostają EMT, PFL, STE, TAR i UNW. Krótkoterminowo sentyment może się poprawić do Alumetal z uwagi na od bijące marże na przerobie złomu i trwające wezwanie na Uniwheels. Podnosimy naszą rekomendację dla KGHM do akumuluj – powrót produkcji największych kopalni jest już w cenach, spadła ilość pozycji spekulacyjnych długich oraz od trzech tygodni spadają zapasy miedzi.

Budownictwo

Po wzroście kursów obniżyliśmy rekomendacje dla Erbudu i Elektrobudowy do trzymaj. Faworytami na kolejne miesiące zostają Budimex i Unibep, w których widzimy argumenty do podniesienia prognoz.

Deweloperzy

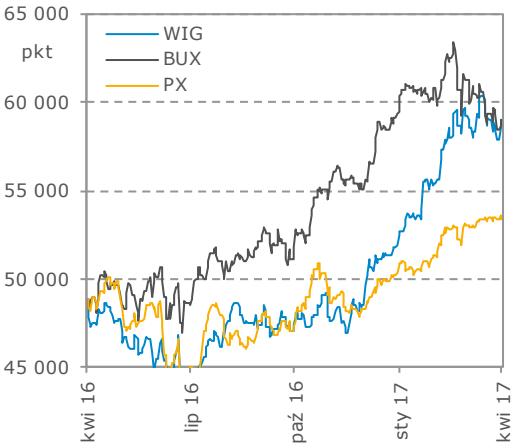
Wyniki sprzedażowe deweloperów mieszkaniowych za 1Q'17 są wyjątkowo dobre. Podtrzymujemy przeważenie sektora wycenionego na P/E'17=8,3x oraz P/E'18=6,6x. Potencjał do wzrostu mają również najwięksi deweloperzy komercyjni z GPW – GTC, Echo.

Handel

Efekt niskiej bazy oraz poprawa sytuacji konsumentów sprzyjały wynikom sprzedażowym spółek odzieżowych i obuwniczych w III'17. Jednocześnie widoczna jest coraz wyższa presja konkurencyjna, co ma odzwierciedlenie w marżowości sprzedaży spółek z sektora modowego. Coraz lepsze odczyty inflacji powinny wspierać wyniki Eurocash oraz Jeronimo Martins.

WIG	59 015
Średnie P/E 2017	13,6
Średnie P/E 2018	12,7
Średni dzienny obrót (3M)	1,0 mld PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
Elektrobudowa	trzymaj	▼
Erbud	trzymaj	▼
ING BSK	redukuj	▼
KGHM	akumuluj	▲
LPP	sprzedaj	▼
Millennium	redukuj	▲
PBKM	akumuluj	▼
Pekao	akumuluj	▲
Tauron	trzymaj	▼

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.zybala@mbank.pl

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

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl

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

mBank Dom Maklerski

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. Komercni 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. Robyg ... 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
12.6. TXM ... 41
13. Inne ... 42
13.1. PBKM ... 42

Rynek akcji

W poprzednim miesiącu wskazywaliśmy na wysokie ryzyko korekty na rynkach akcji, co właśnie ma miejsce. Znamienne jest to, że dobre dane makro spływające z globalnej gospodarki (od USA, przez strefę euro, po Chiny) nie przekładają się na dalsze wzrosty cen akcji. Naszym zdaniem za taki stan odpowiadają dwa czynniki: rosnące obawy o tempo wprowadzania reform przez administrację Trumpa (szczególnie dotyczące systemu podatkowego - ACA) oraz niepewny wynik francuskich wyborów prezydenckich. Ponadto rynkowi akcji nie pomaga okres zamknięty przed wynikami za 1Q w USA, co wiąże się nie tylko z ograniczoną komunikacją z inwestorami, ale przede wszystkim brakiem buyback'ów – dotychczas istotnego czynnika popytu (ten czynnik ponownie wpłynie pozytywnie na rynek w maju). Na chwilę obecną nic nie wskazuje, żeby pozytywne momentum makro miało się odwrócić. Zarówno w USA, jak i w strefie euro baza monetarna M1 rośnie w tempie ponad 8% r/r (powyżej długoterminowych średnich), co powinno wspierać realną gospodarkę w kolejnych miesiącach. Koniunktura gospodarcza w Chinach jest najlepsza od kilku lat, a władze zapowiadają kolejne inwestycje. Nasi makroekonomiści podwyższyli tegoroczną prognozę wzrostu gospodarczego w Polsce do 4%, co jest efektem zwiększenia zakładanej dynamiki wzrostu inwestycji (5,9%). Oznacza to, że polska gospodarka w ujęciu nominalnym będzie rosła najszybciej od 2011 roku. To czynniki przemawiające za kontynuacją trendu wzrostowego na rynku akcji w średnim terminie. W perspektywie najbliższego miesiąca będą przeważały jednak obawy o wybory we Francji, a sytuacja związana z reformą ACA zapewne się nie wykrystalizuje. Wejście do drugiej tury Macrona i sondaże potwierdzające jego wysoką przewagę nad Le Pen w drugiej turze mógłby być sygnałem dla inwestorów do kupna akcji.

Reformy Trumpa mogą się opóźnić, gospodarka USA/strefy euro ma się dobrze, a FED nie zaskakuje

Jedną z przyczyn słabszego zachowania rynku akcji w USA są rosnące obawy o tempo wprowadzania reform przez administrację Trumpa. Kluczowym elementem pozostaje tu reforma podatkowa, której procedowanie w Kongresie powoli przesuwa się na koniec 2017 roku lub nawet 2018 rok. W najbliższych dniach elementem gry politycznej, która może jeszcze zwiększyć te obawy (włącznie z negatywnymi sales notes z banków inwestycyjnych o zmianie zakładanego scenariusza) jest realne zablokowanie kandydata Trumpa (Neil Gorsuch) na sędziego Sądu Najwyższego (głosowanie w Senacie odbędzie się 7 kwietnia). Efektem niepewności jest wyhamowanie wzrostu rentowności obligacji i trendu umacniania się USD, pomimo dobrych danych makro.

Zgodnie z oczekiwaniami, FOMC podwyższył o 25 pb stopy procentowe, przy czym wydźwięk komunikatu po posiedzeniu został odebrany jako zaskakująco gołębi. Pomimo szybszego wzrostu gospodarczego w ostatnich miesiącach, podtrzymano dotychczasowe prognozy, a więc i zakładaną trajektorię podwyżek stóp (trzy podwyżki w 2017 roku i trzy w 2018). Janet Yellen dala do zrozumienia, że FED nie zamierza śpieszyć się z podwyżkami. Nie zmienia to jednak faktu, że pomimo dwóch podwyżek od grudnia 2016 polityka monetarna w USA pozostaje nadal silnie akomodacyjna. Wraz z dalszą poprawą momentum makro (oczekiwania) inwestorzy będą zwiększać prawdopodobieństwo czwartej podwyżki jeszcze w br. co przy spadającym prawdopodobieństwie podobnego ruchu ze strony ECB (grudniowa podwyżka z prawdopodobieństwem ok. 20% – poprzednio powyżej 50%) powinno ponownie umocnić USD. Taki scenariusz to pozytywne otoczenie dla akcji, szczególnie sektora finansowego oraz spółek europejskich. Na razie nic nie zapowiada, żeby przez dłuższy czas dosyć wystromiona krzywa dochodowości w USA miała się zmienić (według Commerzbanku na koniec roku 10Y bonds 2,8% vs. fed funds rate 1,5%), co historycznie było dobrym prognostykiem dla rynku akcji. Wskaźniki wyprzedzające dla strefy euro pokazują przyspieszenie wzrostu. PMI w przemyśle niemieckim i przemyśle całej strefy euro osiągnęły poziomy najwyższe od 2011 roku. Ożywienie dotyczy wszystkich dużych gospodarek europejskich. Dane o wzroście PKB czy sprzedaży detalicznej potwierdzają, że w Chinach również utrzymuje się najlepsze momentum makro od kilku lat. Elementem obaw pozostaje fakt, że coraz więcej chińskich miast zaostrza ograniczenia w zakupie domów, co ma odstraszać spekulantów i stabilizować rynek mieszkaniowy.

Wyższe prognozy makro w Polsce na 2017

Dobre bieżące dane makro i widoczne oznaki szybszego niż oczekiwano ożywienia w inwestycjach skłoniły naszych makroekonomistów do podwyższenia tegorocznej prognozy wzrostu PKB do 4% (poprzednio: 3,6%). W 4Q'17 dynamika wzrostu realnego PKB ma wynieść 4,4%, a inwestycji 10%. W ujęciu nominalnym wzrost PKB będzie najwyższy od 2011 roku. Lepsze od oczekiwań okazały się również dane dotyczące rynku pracy, w efekcie czego makroekonomiści obniżyli prognozowaną stopę bezrobocia do 7,2%. Ponadto, analitycy spodziewają się, że przy tak niskiej stopie bezrobocia i nadal szybko rosnącemu popytowi ze strony przedsiębiorstw na pracowników to tylko kwestia czasu kiedy gwałtownie wzrośnie dynamika płac (obecnie 4% r/r). Przy spadających sezonowo cenach żywności, ale przyspieszającemu wzrostowi gospodarczemu oraz przy coraz większych napięciach na rynku pracy należy oczekiwać dalszego wzrostu inflacji bazowej. Realne stopy procentowe pozostaną ujemne, ale w kolejnych miesiącach zmieni się retoryka RPP na bardziej jastrzębią. Ten pozytywny obraz – za sprawą niższych odczytów dotyczących bieżącej produkcji i nowych zamówień będących negatywnym zaskoczeniem – nieco zaburzył marcowy spadek PMI dla polskiego przemysłu do 53,5 pkt. (poprzednio 54,4 pkt.). Po silnych wzrostach z poprzednich miesięcy, dane traktujemy jako korektę, a nie zapowiedź problemów w pozytywnym scenariuszu ożywienia w przemyśle.

Z punktu widzenia prognozowanych wyników spółek skokowy wzrost wynagrodzeń pozostaje nadal jednym z głównych czynników ryzyka na 2017 r. Trend rosnących kosztów produkcji/funkcjonowania potwierdzają wskaźniki PMI (subindeks zanotował wzrost do 67,3, tj. najwyższego poziomu od kwietnia 2011). Efekt rosnących płac jest częściowo niwelowany skutecznym podwyższaniem cen producenckich, które w br. powinny wzrosnąć o ok. 4%. Biorąc pod uwagę udział kosztów wynagrodzeń w przychodach szczególnie eksponowane sektory na to ryzyko to m.in.: informatyka (Asseco, Comarch – chociaż w tym segmencie presja na wzrost płac trwa znacznie dłużej), spółki wydobywcze (Bogdanka, JSW, KGHM – tu jednak dużo większe przełożenie mają rosnące ceny surowców), budownictwo (Budimex, Trakcja), energetyka (PGE, Tauron) czy wybrane spółki usługowe (AmRest, Orbis, Orange Polska).

Wybory prezydenckie we Francji

Pierwsza tura francuskich wyborów prezydenckich odbędzie się 23 kwietnia, a druga 7 maja. Według najnowszych sondaży do drugiej tury przejdą Macron i Le Pen (oboje po ok. 25% poparcia w pierwszej turze). W drugiej turze sondaże dają wyraźną przewagę Macronowi (nawet 64%), co z punktu widzenia rynków finansowych jest pozytywnym scenariuszem i powinno prowadzić do kontynuacji wzrostowego trendu na giełdach europejskich. Biorąc jednak pod uwagę doświadczenia z głosowaniem ws. Brexitu oraz wybory prezydenckie w USA inwestorzy będą zachowywać dużą ostrożność aż do finalnych wyników, tym bardziej że sondaże wskazują na bardzo wysoki odsetek (43%) osób nadal niezdecydowanych. Wraz z niepewną przyszłością reform Trumpa, wybory francuskie będą przyczyną utrzymywania rynków w niepewności w bieżącym miesiącu (trend boczny).

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

Sektory w kwietniu

Finanse

- Zalecamy przeważanie banków zagranicznych, gdzie ostatnia korekta stwarza okazję inwestycyjną nie tylko w Erste Banku oraz w Komercni, ale także w OTP Banku.
- Uważamy, że ogłoszenie planu przewalutowania kredytów CHF przez PKO BP będzie miało negatywny wpływ na sentyment do banków CHF. Plan przewalutowania wzmoże presję PR oraz polityczną na pozostałe banki w sektorze w celu wprowadzenia podobnego programu. Uważamy, że rynek nie uwzględnia w wycenach ewentualnych kosztów takiego programu. W kwietniu podtrzymujemy nasz pogląd, że banki bez ekspozycji na CHF (tj. Alior, Pekao oraz Handlowy) powinny zachowywać się relatywnie lepiej od banków z ekspozycją (PKO, BZ WBK, Millennium, GNB).
- Oczekujemy ogłoszenia nowego Prezesa PZU, co powinno pozytywnie przełożyć się na sentyment do kursu akcji. Uważamy, że nowy Prezes podtrzyma strategię oraz politykę dywidendową nakreśloną przez poprzedni skład Zarządu.
- Kluczowe rekomendacje: Erste Bank (kupuj), Alior (kupuj), PZU (kupuj).

Paliwa

- Bardziej optymistyczne prognozy dotyczące produkcji ropy w USA doprowadziły do przeceny surowca, ale w naszej opinii pozwoliło to na znormalizowanie liczby spekulacyjnych pozycji netto monitorowanych przez CFTC (spadek z rekordowych 400 tys. sztuk w lutym do 244 tys. Sztuk, czyli średniej z ostatniego roku). Wrażliwość cen na chwilowe przerwy w dostawach (Libia) potwierdzają naszym zdaniem, iż rynek znajduje się w deficycie i oczekujemy wzrostów cen Brent w okolice 60 USD/Bbl.
- Marże rafineryjne dzięki spadkom cen ropy (pozytywny wpływ na crack HSFO) i sezonowy wzrost popytu na benzynę (dobre odczyty na zapasach i konsumpcji w USA) wzrosły w ostatnich tygodniach w okolice 6 USD z 4 USD/Bbl notowanych jeszcze miesiąc temu. Dodatkowo sprzyjała temu wyższa niż przed rokiem skala przestojów remontowych. Trudno będzie utrzymać te tendencje w zakładanym przez nas scenariuszu wzrostu cen ropy i rosnącej produkcji w rafineriach w Chinach, USA i Rosji.
- Dyferencjał Ural/Brent wzrósł w marcu skokowo do 3 USD/Bbl, ale ostatnie dni zdają się potwierdzać, że był to efekt krótkoterminowy związany z większymi załadunkami w Primorsku planowanymi na kwiecień i ubytek z rynku dużej ilości ropy lekkiej z Libii.
- Rentowność w obszarze petrochemii zaskakuje w ostatnich tygodniach in plus, dzięki mocnemu popytowi z Chin, spadającej cenie nafty oraz rekordowym marżom spotowym na aromatach i butadienie. W tej ostatniej kategorii sytuacja zaczęła się już normalizować, a w przypadku olefin presji na marże oczekujemy w 2H'17 wraz z oddawaniem nowych mocy w USA i Chinach.
- Kluczowe rekomendacje: PKN Orlen (sprzedaj), Lotos (sprzedaj), PGNiG (kupuj).

Chemia

- Obecnie indeksy MSCI Chemicals dla Europy i świata są wyceniane z wysokimi premiami do swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Sektor chemiczny naszym zdaniem jest obecnie praktycznie najbardziej eksponowany na ryzyko lokalnego spowolnienia w Chinach. Jeśli dane z Azji w najbliższym czasie dalej zaskakiwałyby negatywnie, to istnieje ryzyko przeceny kursów akcji spółek chemicznych.
- Aktualnie jesteśmy negatywnie nastawieni do akcji Synthos z uwagi na dynamicznie spadające ceny kauczuków i butadienu w Azji. Według ICIS w kwietniu prawdopodobna jest kontynuacja spadków cen z uwagi na utrzymujące się wysokie zapasy kauczuków w głównych portach w Chinach.
- Aktualnie neutralnie podchodzimy do wycen Grupy Ciech oraz Grupy Azoty.
- Kluczowe rekomendacje: Synthos (sprzedaj).

Energetyka

- Ceny energii w Europie znajdują się pod dużym wpływem rynków surowcowych, które po chwilowej słabości znów zaczęły sprzyjać kontraktom na EEX (roczny forward powyżej 30 EUR/MWh po wcześniejszym spadku poniżej 28 EUR/MWh). Oczekujemy, że węgiel będzie podążał za ceną ropy, szczególnie po złagodzeniu polityki klimatycznej w USA.
- W Polsce kontrakt roczny nadal oscyluje wokół 160 PLN/MWh i nadal nie odwzorowuje ewentualnych wzrostów cen węgla na lokalnym rynku, mimo pojawiających się w tym temacie spekulacji prasowych. Ceny spotowe ARA są nadal ponad wyraźnie wyższe od polskich, co implikuje okienko arbitrażowe nawet po uwzględnieniu kosztów transportu. Wydaje się, że podwyżki cen na lokalnym rynku są odwlekane z uwagi na prowadzoną restrukturyzację kopalń i fuzję PGG z KHW oraz trwający proces sprzedaży EDF Polska.
- 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 niezadowalającego 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 wrócą 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 rzędzie dla klientów. Dlatego podjęto decyzję o braku specjalnego podatku. Z kolei częstotliwości z zakresu 700 MHz będą najprawdopodobniej rozdysponowane w 2022 r., chyba że operatorzy wcześniej zgłoszą chęć ich zakupu.
- W takim otoczeniu pod względem atrakcyjności inwestycyjnej preferujemy Orange Polska, gdzie dodatkowo wskazujemy na duży potencjał do redukcji kosztów.
- 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 mogłoby 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 negatywne 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.
- Z kolei w 1Q'17 liczba ogłoszonych zamówień publicznych w obszarze usług informatycznych, oprogramowana i sprzętu wzrosła o 32 proc. do 405 z 307 w analogicznym okresie 2016 r. Sądzimy, że gros przetargów dotyczy niewielkich prac IT dla administracji publicznej. O wielkich przetargach ciągle mało słychać w sektorze. Podkreślamy w tym miejscu nasze pozytywne nastawienie do Atende.
- W IT preferujemy Comarch, Atende, Ailleron oraz z grupy Asseco Poland: Asseco South Eastern Europe i Asseco Business Solutions.
- Kluczowe rekomendacje: Orange Polska (kupuj), Agora (akumuluj), Comarch (akumuluj), Asseco Poland (redukuj).

Przemysł i metale

- Obecnie obserwowane przez nas spółki notowane są na wskaźnikach P/E'17 12,9x oraz EV/EBITDA'17 8,7x (około 13-30% dyskonta do MSCI Industrials dla Europy i świata). Zagraniczne indeksy (MSCI Industrials) są obecnie notowane z rekordowo wysoką premią do swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA.
- Jak dotychczas polskie spółki przemysłowe zaprezentowały mieszane rezultaty za 4Q'16. W porównaniu do 4Q'15 50% poprawiło zeszłoroczne rezultaty (nieznacznie niższa proporcja niż za ostatnie trzy kwartały), a 38% pogorszyło. W 4Q'16 zdecydowana większość spółek przedstawiła wyniki zgodne z oczekiwaniami (aż 44%).
- Naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniane są: Elemental Holding (około 20% r/r wzrost EBITDA grupy po akwizycji podmiotów z branży recyklingu płytek PCB i katalizatorów), Ergis (spółka notowana z około 20-34% dyskontem do innych polskich spółek przemysłowych; popyt na folie mocno skorelowany ze wzrostem gospodarczym), Pfleiderer 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 6-32% 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 oraz obserwowane ruchy konsolidacyjne), Uniwheels (możliwe podniesienie ceny w wezwaniu, brak premii do bieżącego kursu akcji).
- Krótkoterminowo Alumetal ma szansę na wzrost notowań, z uwagi na fakt, że Spółka może być beneficjentem udanego wezwania na Uniwheels. Naszym zdaniem inwestorzy mogą szukać alternatywnych ekspozycji na sektor motoryzacyjny, a Alumetal wydaje się być najbliższym odpowiednikiem.
- Aktualnie zalecamy niedoważenie Boryszewa (spółka notowana jest obecnie z 18-46% premią do grupy porównawczej).
- Kluczowe rekomendacje: KGHM, (akumuluj), Stelmet (akumuluj), Uniwheels (akumuluj).

Budownictwo

- W marcu sukcesami na polu nowych kontraktów infrastrukturalnych mogło pochwalić się ZUE, co od razu zostało wynagrodzone przez rynek wzrostem kursu o 13%. Mniej szczęścia miała Trakcja i Torpol, co zaowocowało korektą o 5%, po wzrostach w styczniu i lutym. W kwietniu koszykowo przeważalibyśmy spółki wyspecjalizowane w infrastrukturze kolejowej, licząc na kolejne otwarcia ofert.
- Budimex wciąż nie może się doczekać kolejnej fali otwarć na drogach. Uważamy, że wciąż spółka ma czas na uzupełnienie portfela na 2018 r. i widzimy podstawy do podniesienia naszych prognoz na najbliższe lata.
- W spółkach wyspecjalizowanych w budownictwie kubaturowym preferujemy Unibep względem Erbudu. Po wzroście kursu obu spółek, obniżyliśmy rekomendację dla Erbudu do neutralnej. Mimo przekroczenia przez kurs naszej ceny docelowej, utrzymaliśmy pozytywną rekomendację w Unibepie, widząc podstawy do podniesienia naszych prognoz na najbliższe lata oraz uwzględniając fakt, że spółka wciąż jest notowana z wyraźnym dyskontem do spółek z sektora.

- W minionym miesiącu najlepiej w sektorze zachowywał się kurs Elektrobudowy (+20%). Po zbliżeniu się do naszej ceny docelowej, obniżyliśmy rekomendację do neutralnej. Katalizatorami do dalszego wzrostu kursu byłyby przetargi w sektorze energetycznym. Obecnie jednak niewiele się dzieje w tym obszarze.
- Kluczowe rekomendacje: Budimex (akumuluj), Unibep (akumuluj).

Deweloperzy

- Ośmiu pierwszych deweloperów mieszkaniowych, którzy zaraportowali wyniki sprzedażowe za 1Q'17 poprawiło sprzedaż o 24% r/r oraz 9% q/q. Nowe rekordy ustanowiły Dom, Robyg, Polnord, Vantage, Archicom i Lokum (po uwzględnieniu umów rezerwacyjnych). Liczyliśmy na dobre dane z sektora, lecz skala poprawy przekroczyła nasze oczekiwania. Widzimy argumenty do podniesienia naszych prognoz w Domu, Robygu, Archicomie i Lokum.
- Wycena spółek z sektora pozostaje atrakcyjna, gdyż WIG-Nieruchomości pozostaje jednym ze słabszych indeksów w tym roku. YTD jedynie Lokum osiągnął ponad 20% dynamikę kursu akcji. Deweloperzy mieszkaniowi są wycenieni na P/BV=0,82x, P/E'17=8,3x, P/E'18=6,6x, DYield'17=5,2% oraz DYield'18=6,5%. Przy czym widzimy podstawy do podniesienie prognoz na część spółek z sektora.
- W marcu kurs Echo i GTC nie zmienił się istotnie, choć newsflow z obu spółek był pozytywny. Uważamy, że GTC oferuje bardzo korzystny stosunek potencjalnego zysku do ryzyka. W Echo umowa inwestycyjna z Griffinem zwiększa szansę na wyższą dywidendę.
- Kluczowe rekomendacje: Robyg (kupuj), Echo Investment (kupuj), GTC (akumuluj), DOM (akumuluj).

Handel

- **Dane sprzedażowe:** Rezultaty sprzedażowe spółek w III'17 były wspierane przez efekt niskiej bazy. Nowa polityka sprzedażowa (maksymalizacja marży) oraz poprawa jakości kolekcji pozwoliły LPP poprawić rentowność sprzedaży o 8p.p. R/R do 60% przy jednoczesnym wzroście sprzedaży porównywalnej. Sprzedaż CCC wzrosła o 50% R/R w III'17, co wynikało z odpowiedniego przygotowania do sezonu oraz efektu niskiej bazy. Bardzo dobre wyniki sprzedażowe opublikowały Bytom, Gino Rossi oraz Vistula. IV'17 może być bardziej wymagającym miesiącem pod względem sprzedaży, ponieważ spółki będą musiały walczyć z efektem wysokiej bazy.
- **AmRest** opublikował bardzo dobre wyniki za 4Q'16, potwierdzając silny wzrostowy trend w biznesie operacyjnym. Jednocześnie spółka ogłosiła zamiar przejęcia restauracji Pizza Hut Delivery w Niemczech oraz pakietu większościowego (51%) w PizzaPortal.pl. W ciągu ostatnich miesięcy spółka ogłosiła zamiar przejęcia pięciu podmiotów. Wzrost liczby placówek AmRest w 2017 roku będzie rekordowy, co oznacza wzrost o 456 restauracji w ciągu roku (+39% R/R). W świetle powyższego nasza rekomendacja akumuluj jest aktualna
- 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). Przyśpieszenie dynamiki inflacji powinno wspierać osiągane przez spółkę rezultaty (zwłaszcza postępujący wzrost cen w segmencie piwa i napojów alkoholowych). Uwzględniając ostatni spadek wyceny spółki, uważamy naszą rekomendację kupuj za aktualną.
- Kluczowe rekomendacje: Eurocash (kupuj), AmRest (akumuluj).

Makroekonomia

Stopy procentowe

Podtrzymujemy nasze wcześniejsze stwierdzenia, że RPP będzie na razie w swojej retoryce podkreślała możliwość utrzymania stóp procentowych na stabilnym poziomie. Tym niemniej projekcja inflacyjna nieubłaganie pokazuje wyraźny trend inflacji bazowej (znając specyfikę modelu NECMOD można być pewnym, że lipiec przyniesie wynik bardzo podobny) a niski bieżący poziom tej miary inflacji, wygoda myślenia w kategoriach bazowych oraz bieżąca jeszcze dość niska dynamika płac dają złudny komfort wyczekiwania na dane. Sytuacja będzie zmieniać się w najbliższych miesiącach bardzo dynamicznie. Luźne warunki finansowania (ujemne realne stopy), wzrosty na giełdzie będą sprzyjać przestrzeleniu scenariuszy makro i zmianie retoryki RPP jeszcze w tym roku.

Produkcja przemysłowa

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 1,2% w ujęciu rocznym, poniżej konsensusu i naszej prognozy (odpowiednio 2,8 i 2,5% r/r). Tak duże spowolnienie to oczywiście konsekwencja wahnięcia w liczbie dni roboczych: po wybujałym styczniu (+2 r/r) wróciliśmy do różnicy (-1 r/r) i dynamik z grudnia. Można również pokusić się o tezę, że ten czynnik wyjaśnia również zaskoczenie. Efekty kalendarzowe tej skali są często trudne do precyzyjnego oszacowania – dość powiedzieć, że niespodzianka z lutego jest podobna do tej ze stycznia (tylko z przeciwnym znakiem). Co więcej, w ujęciu miesięcznym produkcja wzrosła o 0,6% po odsezonowaniu, co po trzech bardzo mocnych miesiącach w sposób jasny sugeruje, że momentum produkcji przemysłowej spadło jedynie nieznacznie. Kwartalnie, produkcja rośnie w dalszym ciągu w solidnym tempie. Produkcja budowlano-montażowa spadła o 5,4% r/r (po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych spadek wyniósł 2,8%). Jest to niewątpliwe rozczarowanie w stosunku do oczekiwań rynkowych (my i konsensus -0,1% r/r), ale przy niepewnej skali czynnika kalendarzowego i możliwym negatywnym wpływie pogody na aktywność na placach budów (luty był, biorąc pod uwagę normę z poprzednich paru lat, dość zimnym miesiącem) nie jest to wynik szokujący. Podtrzymujemy naszą opinię, że rok 2017 będzie dla budownictwa dobry: po fatalnym 2016 poprzeczka jest zawieszona nisko (= efekty bazowe!), rozpędzone jest budownictwo mieszkaniowe i bardzo ambitnie wyglądają plany wydatkowe samorządów i spółek kolejowych. Z tego względu warto prognozować wzrost produkcji budowlano-montażowej w całym roku o ok. 7-10%.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna urosła w lutym o 7,3% w ujęciu rocznym (5,2% realnie), zaskakując negatywnie względem naszej prognozy i szacunków analityków. Analiza poszczególnych komponentów sprzedaży sugeruje, że wynik w dużej mierze zależny był od kalkulacji dni roboczych, która przy dużych zmianach jest nieprecyzyjna. W ten sposób zostaliśmy zaskoczeni in minus w kategoriach wrażliwych na te dni, za wyjątkiem kategorii pozostałe (zaskoczenie in plus). To ostatnie zaskoczenie to zapewne wynik tego, że kategoria ta ewidentnie nie dopisała w poprzednich miesiącach (pogoda?), przez co obecnie odreagowanie jest silniejsze. Ze względu na dni robocze styczeń i luty należy potraktować łącznie. W takiej metryce 9,3% nominalnie i 7,4% realnie wygląda naprawdę wciąż imponująco. Tym samym, nie widzimy żadnych powodów, aby rewidować nasz punkt widzenia odnośnie konsumpcji na nadchodzący rok. Całoroczna dynamika w okolicach 4% jest cały czas w zasięgu, zaś kombinacja zacieśniającego się rynku pracy oraz świadczeń rodzinnych powinny zwiększać ogólną skłonność do konsumpcji. Tym samym nawet naiwnie liczone wzrosty konsumpcji z dochodu rozporządzalnego powinny ten fakt uwzględniać i nie wyolbrzymiać znaczenie obniżenia się dochodów realnych dla ścieżki konsumpcji w II połowie roku. Pomimo rozczarowującego lutego, perspektywy wzrostu gospodarczego w I kwartale wyglądają dobrze. Ze względu na spodziewany powrót dynamiki inwestycji w okolice zera (nie jesteśmy w stanie na tym etapie ocenić, czy będzie ona dodatnia) oraz dalsze przyspieszenie konsumpcji prywatnej, wzrost gospodarczy przekroczy 3% w pierwszych trzech miesiącach roku. Wysokiemu wzrostowi sprzyja także prosta arytmetyka – I kwartał 2016 r. przyniósł kontrakcję PKB, obecnie impet gospodarki jest bardzo solidny.

Inflacja

W marcu roczny wskaźnik inflacji (według odczytu flash) obniżył się do 2,0% z 2,2% zanotowanych w lutym. Nie znamy oczywiście szczegółów zmian cen w poszczególnych kategoriach, ale obstawialibyśmy spadek cen żywności jako główną przyczynę. Wzorzec spadków cen warzyw obserwowany w danych zachodnioeuropejskich (Hiszpania i Niemcy) i polskich (targowiska) znalazł (tak jak przewidywaliśmy) odzwierciedlenie w statystyce GUS. W kolejnych miesiącach nadal mogą się korygować wzrosty cen żywności z poprzednich miesięcy, co będzie sprzyjało stabilizacji wskaźnika inflacji na poziomie około 2%. Dodajmy jednak, że ceny żywności i paliw są na tyle zmienne, że możliwe są kolejne niespodzianki i odchylenia od rosnącego trendu inflacji CPI. Natomiast inflacja bazowa będzie kontynuować wzrosty w kolejnych miesiącach. Będzie to miało przede wszystkim związek z trajektorią procesów realnych (rynek pracy, wzrost gospodarczy). Niższy odczyt inflacji dodaje się do ostatniego sentymentu na rynkach europejskich (w dół zaskoczyły też inflacje w strefie euro). Naszym zdaniem to jedynie korekta w trendzie, a ten i w danych ze strefy realnej i dalej we wskaźnikach bazowych inflacji będzie w kolejnych miesiącach rosnący. Stąd też widzimy ograniczony zasięg dalszego odceniania podwyżek stóp procentowych (w USA, Euro i wreszcie w Polsce – tu dosłownie kilka pkt. bazowych dzieli nas od sytuacji, kiedy w 2018 podwyżki nie będą w ogóle wyceniane).

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się w lutym o 4,6% w ujęciu rocznym (konsensus i nasza prognoza 4,5%). Warto odnotować, że w ujęciu miesięcznym zatrudnienie przyrosło aż o 17 tys. etatów. Powiedzieć, że to rekord z ostatnich 10 lat to nic nie powiedzieć. Wzrost zatrudnienia w lutym o 22-23 tys. etatów odnotowano w 2008 i 2007 roku, ale przy zdecydowanie niższym skoku zatrudnienia w styczniu (około 100 tys. vs 161 tys. ostatnio). Dla przypomnienia, były to punkty startowe do wystrzelenia dynamiki płac w okolice niemal dwucyfrowe i to przy znacznie wyższej stopie bezrobocia (szczególnie tej liczonej jako BAEL). Płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły w lutym o 4,0% r/r (dokładnie konsensus rynkowy, nasza prognoza 4,1%). Kluczowa była w tym przypadku arytmetyka dni roboczych oraz bazy statystyczne w poszczególnych kategoriach (zakwaterowanie i gastronomia). Jak zwykle niewiele można powiedzieć o odczycie na podstawie szczątkowej informacji GUS. Warto jednak w tym miejscu po raz kolejny przedstawić nasz punkt widzenia, że rynek jest już w zasadzie rynkiem pracownika (wbrew temu, co w obecnej chwili sądzi NBP) i płace gotowe są do wystrzału w górę. Argumenty o długim czasie poszukiwania pracy ferowane przez NBP już w tym momencie nas nie przekonują. Skoro firmy są w stanie w bardzo szybkim tempie zwiększać zatrudnienie, długi czas poszukiwania pracy jest zapewne bardziej wyrazem zmian strukturalnych w gospodarce i niedopasowania struktury popytu z podażą (być może w grę wchodzą też oszczędności kosztowe, których firmy szukają na potęgę wśród pracowników ze wschodu; co ciekawe

struktura wykształcenia migrantów standardowo przewyższa tę panującą obecnie w kraju) i tym bardziej świadczy o tym, że cykliczny skok dynamiki płac wydarzy się lada chwila (co ciekawe – jak pamiętamy z 2006 i 2007 roku – przyjdzie on w sposób absolutnie nieoczekiwany i pojawi się nagle).

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

mBank Dom Maklerski

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	2017-03-16	71,97	90,00	71,98	+25,0%	22,9	10,8		
BZ WBK	redukuj	2017-01-27	355,00	332,34	350,50	-5,2%	15,7	13,0		
GETIN NOBLE BANK	trzymaj	2017-03-01	2,02	2,14	1,85	+15,7%	9,8	5,1		
HANDLOWY	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	78,41	+8,4%	18,5	14,5		
ING BSK	redukuj	2017-04-05	171,00	152,39	171,00	-10,9%	15,2	13,5		
MILLENNIUM	redukuj	2017-04-05	6,67	5,81	6,67	-12,9%	12,8	11,2		
PEKAO	akumuluj	2017-04-05	134,60	146,10	134,60	+8,5%	15,7	15,0		
PKO BP	redukuj	2017-03-01	33,28	31,20	33,55	-7,0%	14,3	12,6		
KOMERCNI BANKA	akumuluj	2017-01-27	892,60	1 011,37 CZK	952,10	+6,2%	14,1	12,7		
ERSTE BANK	kupuj	2017-01-27	28,60	35,98 EUR	30,34	+18,6%	10,5	9,4		
OTP BANK	akumuluj	2017-03-01	8 450	9 031,25 HUF	8 000	+12,9%	10,0	9,2		
Ubezpieczyciele										
PZU	kupuj	2017-01-27	35,50	44,63	35,80	+24,7%	13,2	9,3		
Usługi finansowe										
KRUK	redukuj	2017-01-27	249,15	219,64	242,80	-9,5%	16,0	14,1		
PRIME CAR MANAGEMENT	kupuj	2017-01-27	34,91	46,43	30,00	+54,8%	8,7	7,9		
SKARBIEC HOLDING	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	29,41	+57,4%	7,4	6,4		
Paliwa, Chemia										
CIECH	trzymaj	2017-03-24	81,00	82,00	77,00	+6,5%	11,4	14,6	6,9	7,8
GRUPA AZOTY	trzymaj	2017-01-26	70,41	73,90	69,10	+6,9%	16,0	15,3	7,5	7,1
LOTOS	sprzedaj	2017-03-01	48,63	36,27	54,00	-32,8%	16,9	13,2	8,3	6,2
MOL	redukuj	2016-12-20	20 620	18 970 HUF	20 200	-6,1%	12,1	10,2	5,2	4,7
PGNIG	kupuj	2017-02-27	6,12	7,25	6,03	+20,2%	11,3	9,2	4,7	4,0
PKN ORLEN	sprzedaj	2016-12-20	87,17	66,13	107,40	-38,4%	13,2	17,0	8,0	8,8
POLWAX	kupuj	2017-01-13	16,60	25,95	15,39	+68,6%	6,5	6,6	5,5	6,5
SYNTHOS	sprzedaj	2017-01-17	5,30	3,72	5,46	-31,9%	15,0	19,8	9,5	11,3
Energetyka										
CEZ	akumuluj	2017-03-01	450,50	496,80 CZK	433,30	+14,7%	14,6	14,1	6,7	6,6
ENEA	sprzedaj	2017-03-01	10,67	8,81	11,43	-22,9%	7,3	6,3	4,9	4,0
ENERGA	trzymaj	2017-01-27	10,20	9,20	10,66	-13,7%	8,7	8,1	4,7	4,7
PGE	trzymaj	2016-10-04	10,18	10,63	11,52	-7,7%	9,5	9,0	5,2	5,2
TAURON	trzymaj	2017-04-05	3,35	3,03	3,35	-9,6%	5,9	5,7	4,9	5,1
Telekomunikacja										
NETIA	akumuluj	2017-01-27	4,58	4,90	4,59	+6,8%	-	-	4,7	5,1
ORANGE POLSKA	kupuj	2017-03-09	4,67	6,90	4,65	+48,4%	604,6	52,3	4,6	4,4
Media										
AGORA	akumuluj	2017-01-27	12,90	13,90	14,57	-4,6%	-	-	6,6	6,7
CYFROWY POLSAT	redukuj	2017-01-27	24,65	22,30	24,35	-8,4%	16,7	13,9	7,3	6,9
WIRTUALNA POLSKA	akumuluj	2017-01-27	56,60	61,00	55,58	+9,8%	21,3	17,4	12,0	10,1
IT										
ASSECO POLAND	redukuj	2017-02-24	55,81	53,00	53,70	-1,3%	14,1	13,8	6,5	6,1
CD PROJEKT	sprzedaj	2017-01-26	59,63	43,40	73,69	-41,1%	48,5	48,1	35,5	35,0
COMARCH	akumuluj	2017-03-01	204,80	205,00	228,00	-10,1%	23,0	19,5	9,8	9,0
Przemysł i metale										
FAMUR	zawieszona	2016-11-30	4,22	-	5,25	-	-	-	-	-
KERNEL	trzymaj	2017-01-27	76,75	73,90	73,10	+1,1%	5,6	6,1	4,3	4,1
KĘTY	trzymaj	2017-01-27	416,80	387,90	401,80	-3,5%	15,2	15,4	10,5	9,8
KGHM	akumuluj	2017-04-05	120,10	132,22	120,10	+10,1%	7,2	7,9	4,7	4,7
STELMET	akumuluj	2017-01-27	32,30	33,80	28,20	+19,9%	14,5	11,3	9,7	7,6
UNIWHEELS	akumuluj	2017-01-27	236,00	258,00	236,00	+9,3%	10,4	10,2	8,2	8,2
Budownictwo										
BUDIMEX	akumuluj	2017-01-27	217,00	238,40	244,00	-2,3%	15,5	17,4	8,0	9,5
ELEKTROBUDOWA	trzymaj	2017-04-05	139,90	146,00	139,90	+4,4%	13,6	14,4	7,4	7,5
ERBUD	trzymaj	2017-04-05	32,98	33,50	32,98	+1,6%	13,3	13,0	5,7	5,5
UNIBEP	akumuluj	2017-03-01	12,59	12,80	14,07	-9,0%	11,8	12,3	8,0	8,2
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	6,51	+24,3%	46,4	8,5	122,9	14,2
DOM DEVELOPMENT	akumuluj	2017-01-27	64,94	72,50	69,85	+3,8%	10,5	10,2	8,1	7,9
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	8,30	+15,5%	7,3	10,7	9,9	13,9
ROBYG	kupuj	2017-01-27	3,00	3,95	3,27	+20,8%	10,6	6,6	11,6	6,6
Handel										
AMREST	akumuluj	2017-01-27	347,00	367,00	344,10	+6,7%	29,6	21,9	11,7	9,2
CCC	trzymaj	2017-03-01	225,50	219,00	234,95	-6,8%	23,7	19,2	16,6	13,7
EUROCASH	kupuj	2017-01-27	39,90	46,20	31,67	+45,9%	17,4	13,2	8,2	6,5
JERONIMO MARTINS	akumuluj	2017-01-27	15,66	16,90 EUR	16,48	+2,6%	22,5	20,3	11,4	10,6
LPP	sprzedaj	2017-04-05	6 635	5 300	6 635	-20,1%	26,3	19,9	14,6	11,6
TXM	kupuj	2017-03-09	5,50	6,95	5,40	+28,7%	10,6	8,6	7,3	6,1
Inne										
PBKM	akumuluj	2017-04-05	60,50	70,00	60,50	+15,7%	10,4	8,6	7,1	6,0
WORK SERVICE	zawieszona	2016-12-06	10,17	-	9,50	-	-	-	-	-

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Alior Bank	kupuj	akumuluj	90,00	2017-03-16
CCC	trzymaj	akumuluj	219,00	2017-03-01
CEZ	akumuluj	kupuj	496,80 CZK	2017-03-01
Ciech	trzymaj	akumuluj	82,00	2017-03-24
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
Lotos	sprzedaj	redukuj	36,27	2017-03-01
Orange Polska	kupuj	kupuj	6,90	2017-03-09
OTP Bank	akumuluj	trzymaj	9031,25 HUF	2017-03-01
PKO BP	redukuj	trzymaj	31,20	2017-03-01
TXM	kupuj	-	6,95	2017-03-09
Unibep	akumuluj	kupuj	12,80	2017-03-01

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Elektrobudowa	trzymaj	kupuj	146,00	2017-04-05
Erbud	trzymaj	akumuluj	33,50	2017-04-05
ING BSK	redukuj	sprzedaj	152,39	2017-04-05
KGHM	akumuluj	trzymaj	132,22	2017-04-05
LPP	sprzedaj	trzymaj	5300,00	2017-04-05
Millennium	redukuj	sprzedaj	5,81	2017-04-05
PBKM	akumuluj	kupuj	70,00	2017-04-05
Pekao	akumuluj	trzymaj	146,10	2017-04-05
Tauron	trzymaj	akumuluj	3,03	2017-04-05

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	6	10,5%	2	6,3%
redukuj	8	14,0%	6	18,8%
trzymaj	11	19,3%	4	12,5%
akumuluj	19	33,3%	10	31,3%
kupuj	13	22,8%	10	31,3%

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

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:
KUPUJ – 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 5 kwietnia 2017 o godzinie 12:20.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 kwietnia 2017 o godzinie 12:20.

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

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investments, 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, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfleiderer 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 abonamentową 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.

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

ELEKTROBUDOWA

rekomendacja	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-04-05	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	139,90	98,50
WIG w dniu rekomendacji	59 015,12	51 223,85

ERBUD

rekomendacja	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-04-05	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	32,98	29,50
WIG w dniu rekomendacji	59 015,12	55 560,23

ING BSK

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2017-04-05	2017-03-01	2017-01-27	2016-10-05	2016-08-03
kurs z dnia rekomendacji	171,00	183,50	167,55	146,90	134,50
WIG w dniu rekomendacji	59 015,12	58 300,37	55 560,23	47 900,66	47 031,70

KGHM

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	zawieszona	redukuj
data wydania	2017-04-05	2017-03-02	2017-03-01	2017-01-27	2017-01-17	2016-12-06	2016-08-03
kurs z dnia rekomendacji	120,10	131,50	129,00	122,05	110,00	91,84	78,20
WIG w dniu rekomendacji	59 015,12	59 646,29	58 300,37	55 560,23	53 706,41	49 647,48	47 031,70

LPP

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-04-05	2017-01-27	2016-11-04	2016-08-29
kurs z dnia rekomendacji	6635,25	5369,90	5615,00	4549,15
WIG w dniu rekomendacji	59 015,12	55 560,23	47 899,61	47 456,36

MILLENNIUM

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2017-04-05	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	6,67	6,82	5,93
WIG w dniu rekomendacji	59 015,12	58 300,37	55 560,23

PBKM

rekomendacja	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-04-05	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	60,50	53,95
WIG w dniu rekomendacji	59 015,12	51 223,85

PEKAO

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2017-04-05	2017-03-01	2017-01-27	2016-08-03	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	134,60	139,95	136,60	124,75	129,65
WIG w dniu rekomendacji	59 015,12	58 300,37	55 560,23	47 031,70	44 294,15

TAURON

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-04-05	2016-12-06	2016-10-04
kurs z dnia rekomendacji	3,35	2,66	2,55
WIG w dniu rekomendacji	59 015,12	49 647,48	47 399,32

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, energetyka

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

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, metale

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

Piotr Zybała
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

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