

poniedziałek, 8 maja 2017 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: Maj 2017

Rynek akcji, makroekonomia

Finanse

W maju widzimy rosnące ryzyko związane z ogłoszeniem finalnej ustawy spreadowej, która może kosztować sektor aż 9 mld PLN. Uważamy, że ta kwota nie jest uwzględniona przez konsensus oraz nie zamyka roszczeń kredytobiorców CHF. Preferujemy banki zagraniczne (Erste Bank oraz OTP) wspierane przez otoczenie makroekonomiczne (rosnące PKB i CPI) i operacyjne (spadające obciążenia podatkowe) oraz banki bez ekspozycji na CHF, takie jak Alior Bank. Finalnie oczekujemy bardzo dobrych wyników w PZU oraz Skarbcu, co powinno przełożyć się na pozytywny sentyment do tych spółek.

Paliwa, chemia

Mocne marże rafineryjne i wyniki za 1Q wywindowały notowania rafinerii na kolejne szczyty. Wyceny nie pozostawiają marginesu bezpieczeństwa na potencjalne negatywne zaskoczenia w otoczeniu makro. Tymczasem rentowność przerobu zaczęła już mocno słabnąć z uwagi na odczyty z rynku benzynowego w USA, a dodatkowo obniżył się dyferencjał i spadł kurs USD/PLN. Nadal preferujemy akcje PGN vs. rafinerie. W 1Q'17 w sektorze chemicznym spodziewamy się spadku r/r raportowanych rezultatów w Grupie Azoty i Ciech. W przypadku Ciech oczekujemy, że będzie to pierwszy spadek od kilku kwartałów (możliwa negatywna reakcja). W maju Grupa Azoty przedstawi prawdopodobnie aktualizację strategii, która naszym zdaniem zrewiduje w górę wartość wydatków inwestycyjnych w najbliższych latach. Po bardzo dobrych wynikach Synthos za 1Q'17 otoczenie dla spółki znacząco się pogorszyło na kolejne kwartały.

Energetyka

Sentyment do sektora utilities w Europie przy rosnących rentownościach obligacji niemieckich i spadku cen energii był w ostatnich tygodniach dość słaby. W polskim sektorze wsparciem były raportowane dobre wyniki za 1Q i perspektywa podwyżek cen węgla ze śląskich kopalni. Taki scenariusz dla surowca premiuje PGE.

Telekomunikacja, media, IT

W maju potencjał do wzrostów widzimy w spółkach z grupy Asseco – ASE i ABS, z kolei spodziewamy się spadków notowań spółki matki Asseco Poland ze względu na słabe wyniki za 1Q'17. Widzimy potencjał do wzrostów w Orange Polska ze względu na redukcję kosztów, której rynek nie zakłada. Pozytywne podejście mamy do Comarchu, Atende i Agory.

Przemysł i metale

W 1Q'17 oczekujemy, że większość spółek przemysłowych poprawi r/r rezultaty (52%), a jedynie 24% je pogorszy r/r. Dobrych wyników oczekujemy w spółkach: Apator, Boryszew, Elemental Holding, Impexmetal, Orzeł Biały, Pfleiderer Group oraz Uniwheels. Słabych natomiast w spółkach: Amica, Forte, Kernel i Vistal.

Budownictwo

Uważamy, że rynek zdyskontował ostatnie pozytywne informacje z Budimeksu, stąd obniżamy naszą rekomendację do trzymaj. Wracamy do rekomendowania kupna Elektrobudowy po zaskakująco słabym zachowaniu kursu w kwietniu. Obserwowana presja na ceny surowców zmniejsza ryzyko spadku marż sektora.

Deweloperzy

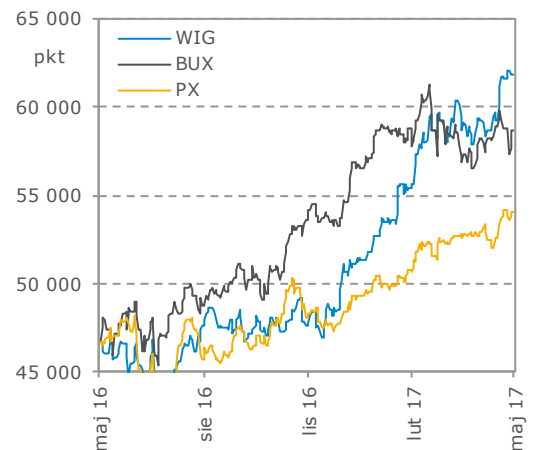
Sektor deweloperski pozostaje jednym z najbardziej niedowartościowanych na GPW, a dane REAS tylko potwierdziły rewelacyjną koniunkturę na rynku mieszkaniowym. Spadek kursu Echo w reakcji na zainicjowaną przez Zarząd politykę dywidendową, jest według nas okazją do kupna.

Handel

Naszym zdaniem słabe wyniki w 1Q'17 pokażą EUR (efekt bazy wywołany Wielkanocą), EAT (negatywny wpływ biznesu niemieckiego na wynik) oraz TXM (niska sprzedaż w 1Q'17). Uważamy, że perspektywa dalszej poprawy rezultatów JMT jest już zdyskontowana przez rynek i obniżamy rekomendację do trzymaj.

WIG 61 831
Średnie P/E 2017 14,3
Średnie P/E 2018 12,6
Średni dzienny obrót (3M)..... 1 072 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
Budimex	trzymaj	▼
BZ WBK	trzymaj	▲
Elektrobudowa	kupuj	▲
Jeronimo Martins	trzymaj	▼
Kruk	sprzedaj	▼
Millennium	sprzedaj	▼

Departament Analiz:

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

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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. Komerčni 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. Atal	36
11.2. Capital Park	36
11.3. Dom Development	37
11.4. Echo Investment	37
11.5. GTC	38
11.6. 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

Wynik pierwszej tury wyborów prezydenckich we Francji i późniejsze sondaże wskazujące na wysokie prawdopodobieństwo zwycięstwa Emmanuel Macrona w drugiej turze były sygnałem dla inwestorów do kupna akcji. Przed nami okres mniejszego wpływu wydarzeń politycznych na rynki – naszym zdaniem czerwcowe wybory parlamentarne w Wielkiej Brytanii i Francji, ze względu na większą przewidywalność, nie będą już tak elektryzować inwestorów. Również „zakłady” dotyczące polityki głównych banków centralnych nie będą istotnie wpływać na rynki (prawie w całości wyceniona czerwcowy podwyżka FED, brak działań ECB). Trwa okres publikacji wyników za 1Q, które zarówno w USA, jak i w Europie powinny prowadzić do podwyższania tegorocznych prognoz. Dodatkowym efektem będą rosnące oczekiwania wyższych dywidend/skupów akcji własnych. Po silnych wzrostach cen z ostatnich tygodni, impuls wynikowy może być jednak zbyt słaby, żeby wynieść indeksy na nowe maksima. Oczekujemy raczej wejścia rynków w okres płaskiej korekty. W Polsce momentum makro nadal poprawia się i już w 1Q realny wzrost PKB powinien przekroczyć barierę 4% r/r. Otoczenie dla rynku akcji pozostaje pozytywne, a ewentualne korekty należy wykorzystywać do kupna akcji. W najbliższych tygodniach (do wakacji) czynnikiem, który może negatywnie wpływać na ceny akcji na GPW będzie duża podaż akcji na rynku wtórnym i pierwotnym.

Stabilizacja inflacji, FED i ECB bez przełomu, rośnie nadpłynność przedsiębiorstw

Zgodnie z oczekiwaniami rynku, po serii słabszych danych makro (w tym wzrost PKB na poziomie zaledwie 0,7%), FED nie zmienił stóp procentowych. Z komunikatu po posiedzeniu FOMC wynika, że bank centralny ocenia słabsze dane jako przejściowe i spodziewa się powrotu gospodarki do szybszego wzrostu przy ustabilizowaniu się inflacji na poziomie 2%. Inwestorzy spodziewają się podwyżki stóp na czerwcowym posiedzeniu (rynek wycenia prawdopodobieństwo na ponad 90%). Wsparciem dla rynku akcji był również przekaz z posiedzenia ECB. Prezes Draghi podkreślił, że gospodarka europejska rozwija się w coraz szybszym tempie, a jednocześnie nie nasilają się procesy inflacyjne (inflacja i inflacja bazowa nadal pozostają w celu pomimo ożywienia i utrzymywania silnie akomodacyjnej polityki monetarnej). Oznacza to, że wbrew obawom inwestorów jeszcze sprzed kilku miesięcy niskie stopy procentowe w strefie euro pozostaną na dłużej.

Jedną z konsekwencji niskich stóp procentowych i nadal ograniczonego wzrostu inwestycji jest wykorzystywanie wolnych środków (lub zadłużanie się w tym celu) do skupu akcji własnych lub wypłaty dywidend. W ostatnich latach był to ważny element popytu na akcje w USA. W 2017 roku zjawisko to nasila się również w Europie (głównie poprzez dywidendy), gdzie poziom zadłużenia spółek jest znacząco niższy niż w USA (dług netto / kapitały własne dla Stoxx600 poniżej 40%, dla S&P500 powyżej 50%). Analitycy Commerzbanku szacują, że w 2017 roku jeszcze 26 spółek z DAX podwyższy poziom wypłacanych dywidend a łączna kwota jaką wypłaca niemieckie spółki wzrośnie w br. o 10% r/r. Będzie to dalej wspierać notowania europejskich akcji, tym bardziej, że na wskaźnikach wyceny (P/E, P/BV) europejskie akcje są nadal tańsze od amerykańskich.

Rok 2017: Euroentuzjaści-Eurosceptycy 2:0

Po przegranych przez partię eurosceptyków wyborach parlamentarnych w Holandii (marzec), również wybory prezydenckie we Francji kończą się „happy endem” (dwie trzecie poparcia w drugiej turze dla Emmanuela Macrona). Tym samym jeden z głównych czynników ryzyka na 2017 rok (zwycięstwo wyborcze partii dążących do rozpadu UE) nie zmaterializowało się. Wprawdzie przed nami nadal wybory parlamentarne we Francji (czerwiec), Niemczech (wrzesień) i Włoszech (prawdopodobnie jesień), jednak: 1) przewaga uzyskana przez Macrona w wyborach prezydenckich oznacza duże prawdopodobieństwo, że Front Narodowy Le Pen będzie w przyszłym parlamencie partią mniejszościową z ok. 22-24% udziałem, 2) sondaże nie dają szans w niemieckich wyborach partiom eurosceptyków (walka rozegra się pomiędzy SPD (tj. byłym szefem Parlamentu Europejskiego Martinem Schulzem) a CDU (z Angelą Merkel) – obecnie sondaże wskazują na 10 p.p. przewagę CDU); 3) sondaże wskazują na wysokie (ponad 30%) poparcie dla eurosceptycznego Ruchu Pięciu Gwiazd (M5S), przy czym pod koniec kwietnia do polityki i przywództwa w Partii Demokratycznej (PD) powrócił Matteo Renzi. Wypowiedzi Macrona i Merkel po wyborach francuskich wskazują, że oba kraje stworzą silny sojusz, do którego docelowo zapewne będą chciały wciągnąć również Włochy Renziego (choćaby poprzez mniejszy nacisk na zaciężanie budżetowe). Poparcie Merkel i Macrona będzie wspierać Renziego w walce o wygranie wyborów parlamentarnych (na razie ok. 5 p.p. przewagi M5S nad PD).

Jest to pozytywny scenariusz dla rynków finansowych. Sama wygrana Macrona była już dyskontowana przez inwestorów po pierwszej turze wyborów, po której sondaże wskazywały na wysoką przewagę nad Le Pen w drugiej turze. W czerwcu odbędą się jeszcze przedterminowe wybory parlamentarne w Wielkiej Brytanii, jednak ich wpływ na rynki będzie mniej znaczący ze względu na małe prawdopodobieństwo jakiegokolwiek zwrotu w scenariuszu obecnie dyskontowanym przez rynki.

Powstanie sojuszu Niemcy-Francja może osłabiać pozycję /rolę Polski w UE. Pierwszy sprawdzian dotyczący nowego układu sił będzie wiązał się z przedwyborczą zapowiedzią Macrona o braku tolerancji, a w efekcie wprowadzeniu sankcji na Polskę (w ciągu trzech miesięcy od wygrania wyborów) za „naruszenie wszystkich zasad Unii”. Zwycięstwo sił pro-unijnych oznacza utrzymanie Unii jako całości, będzie jednak prowadzić do jej przeobrażenia. Najgorszym scenariuszem jest budowanie w oparciu o państwa tworzące trzon „starej Unii” – Europy „dwóch prędkości”. Polską dyplomację w najbliższych miesiącach czeka trudne wyzwanie, a ewentualna porażka będzie miała istotne konsekwencje dla kursu PLN i giełdy.

Emerging Markets odrabiają straty 2016 roku

Słabsze dane makro i opóźniająca się reforma podatków (Trump zaprezentował jedynie mglisty zarys reformy, który rozczarował; rynki przyjęły, że szczegóły mogą pojawić się dopiero w 2018) osłabiały USD. Beneficjentem tego, a także ogólnosiłowego ożywienia gospodarczego, były rynki wschodzące, które w ostatnich miesiącach są wyraźnie skorelowane z trendem wzrostowym na rynkach rozwiniętych. Tu wyraźnie lepiej zachowują się indeksy i waluty krajów, których gospodarki nie są uzależnione od eksportu taniejącej w ostatnich tygodniach ropy naftowej (kraje azjatyckie, CEE).

Wzrost gospodarczy w Polsce przyspiesza

Marcowe dane makro rysują pozytywny obraz polskiej gospodarki (nawet po uwzględnieniu wyższej liczby dni r/r): 11,1% wzrost produkcji przemysłowej, 17,2% produkcji budowlano-montażowej, 9,7% wzrost sprzedaży detalicznej (wszystkie dane r/r), spadek stopy bezrobocia do 8,1% (nasi makroekonomiści oczekują w kwietniu spadku do 7,6%), ponad 5% wzrost przeciętnego wynagrodzenia. W efekcie należy oczekiwać, że pomimo nadal słabego wzrostu poziomu inwestycji (+3,5% r/r) już w 1Q tempo realnego wzrostu PKB przekroczy 4% (prognoza mBanku to 4,2%), a to z kolei może być sygnałem dla RPP do zmiany nastawienia Rady na bardziej jastrzębie.

Jak wskazują badania koniunktury GUS i NBP, w przemyśle pojawiło się wąskie gardło w postaci niewystarczających mocy produkcyjnych poddostawców, którzy nie są w stanie zaspokoić szybko rosnącego popytu producentów dóbr finalnych. To powinno prowadzić do dalszego zwiększania zatrudnienia i wyższych inwestycji. W krótkim okresie poddostawcy powinni być w stanie podwyższać ceny swojej produkcji, co będzie pozytywnie wpływało na poziom generowanych marż. Wśród spółek, które powinny być beneficjentem tego zjawiska widzimy m.in.: Amica, Ergis, Forte, Grupa Kęty, Pfeleiderer Group, Stelmet, Tarczyński.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory w maju

Finanse

- Uważamy, że wyniki finansowe oraz otoczenie regulacyjne nie będą wspierać sentymentu do polskiego sektora bankowego. Oczekujemy, że w maju poznamy szczegóły ustawy spreadowej, która będzie jednak prawdopodobnie kosztować 9 mld PLN a nie 4 mld PLN, których teraz rynek oczekuje. Dodatkowo wprowadzenie przez Ministerstwo Finansów wagi ryzyka na poziomie 150% dla kredytów FX spowoduje uruchomienie przez PKO BP programu dobrowolnego przewalutowania kredytów po preferencyjnym kursie, co naszym zdaniem dodatkowo osłabi sentyment. W 2Q'17 preferujemy banki bez ekspozycji na CHF oraz PZU.
- Z polskiego sektora bankowego naszym „top-pick” pozostaje Alior Bank. Uważamy, że katalizatorem do dalszego wzrostu może być ogłoszenie przez Zarząd dalszej redukcji kosztów integracji oraz sprzedaż części akcji przez PZU. Nie oczekujemy, żeby PZU sprzedało akcje poniżej 70 PLN/akcję ponieważ wiązałoby się to z odpisem.
- Uważamy, że wyceny oraz środowisko operacyjne i makroekonomiczne są preferencyjne dla zagranicznych banków opisywanych przez nas. Ze względu na potencjał wzrostu preferujemy OTP oraz Erste, a następnie Komerční Banka, chociaż ten ostatni może być znacząco wsparty przez niezapowiedziane podwyżki stóp procentowych w Czechach.
- **Kluczowe rekomendacje:** Erste Bank (kupuj), Alior Bank (kupuj), OTP Bank (akumuluj).

Paliwa

- Bardziej optymistyczne prognozy dotyczące wydobycia w USA i obawy o popyt na surowce ze strony Chin doprowadziły w ostatnich tygodniach do przeceny ropy, mimo perspektywy przedłużenia cięć produkcji przez OPEC na majowym posiedzeniu i systematycznego dochodzenia do zapowiedzianych redukcji przez Rosję (dowodem są plany załadunkowe na maj, które wywołały mocny spadek dyferencjału Ural/Brent do 1,4 USD/Bbl).
- W naszej opinii, przy utrzymaniu limitów wydobycia przez kartel, z miesiąca na miesiąc globalny bilans surowca będzie się poprawiał, co przy słabszym dolarze i normalizacji pozycji spekulacyjnych monitorowanych przez CFTC pozwoli na powrót cen Brent powyżej 50 USD/Bbl i powtórny marsz w kierunku 60 USD/Bbl. Będzie to negatywnie wpływać na koszty zużycia własnych w rafineriach i marżę na HSFO.
- Kompleksowe marże rafinerijne w kwietniu zaskoczyły in plus, ale wynikało to przede wszystkim z kumulacji przestojów remontowych (krótkoterminowo pomagała też przecena na surowcu). Utrzymujące się słabe odczyty konsumpcji na rynku amerykańskim w połączeniu z powrotem podaży paliw na rynki zaowocowało już znacznym osłabieniem rentowności przerobu (szczególnie w przypadku benzyny), mimo rozpoczętego sezonu transportowego.
- W petrochemii obserwujemy już normalizację marż w obszarze aromatów i butadienu, które „wystrzeliły” w notowaniach spotowych w 1Q. Spadki cen ropy wspierały jednak rentowność w przypadku olefin, gdzie taniejąca nafta nie została w pełni przeniesiona na ceny produktów. My w naszych prognozach niezmiennie oczekujemy presji na marżę w 2H'17 wraz z oddawaniem nowych mocy w USA i Chinach.
- **Kluczowe rekomendacje:** PGNiG (kupuj), PKN Orlen (sprzedaj), Lotos (sprzedaj).

Chemia

- Obecnie indeksy MSCI Chemicals dla Europy i świata są nadal wyceniane z premiami do swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA.
- W 1Q'17 w sektorze chemicznym spodziewamy się spadku r/r raportowanych rezultatów w **Grupie Azoty i Ciech**. W przypadku **Ciech** oczekujemy, że będzie to pierwszy spadek od kilku kwartałów (możliwa negatywna reakcja). W **Grupie Azoty** wyniki 1Q'17 znajdują się pod presją **rosnących cen gazu ziemnego** oraz nadzwyczaj **wysokiej bazy** rezultatów z 1Q'16 (szczególnie w segmencie nawozów). W maju **Grupa Azoty** przedstawi prawdopodobnie aktualizację strategii, która naszym zdaniem zaktualizuje w górę wartość wydatków inwestycyjnych w najbliższych latach. Naszym zdaniem może to ciążyć na sentymencie wokół Grupy Azoty w maju.
- **Kluczowe rekomendacje:** Synthos (sprzedaj).

Energetyka

- Ceny energii w Europie ponownie znalazły się pod presją za sprawą taniejącego węgla i niższych cen uprawnień do emisji CO₂. W takim otoczeniu indeks spółek użyteczności publicznej zachowywał się w Europie gorzej od szerokiego rynku, szczególnie że powróciły wzrostowe tendencje na rentownościach obligacji niemieckich i amerykańskich.
- W Polsce kontrakt roczny nie odzwierciedlił w kwietniu benchmarku niemieckiego i ceny wzrosły o 3 PLN/MWh do ponad 162 PLN/MWh, co może stanowić sygnał, iż wytwórcy coraz bardziej liczą się z podwyżkami śląskiego węgla w 2018 roku po przeprowadzonej już fuzji KHW i PGG, która de facto skutkuje powstaniem monopolu.
- Ewentualne katalizatory dla spółek energetycznych mogą pojawić się dopiero w drugim półroczu, kiedy oczekujemy konkretnych w sprawie notyfikacji polskiej propozycji rynku mocy i komunikowania podwyżek cen węgla od nowo powstałego krajowego holdingu węglowego. Oczywiście warunkiem koniecznym jest poprawa na globalnym rynku surowcowym, gdyż pogłębienie ostatnich spadków na ropie i benchmarku ARA może uniemożliwić podniesienie cen w polskich kopalniach nawet mimo presji politycznej.
- **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, a także (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, 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 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.
- Z kolei w 1Q'17 liczba ogłoszonych zamówień publicznych w obszarze usług informatycznych, oprogramowania i sprzętu wzrosła o 32 proc. do 405 z 307 w analogicznym okresie 2016 r. Sądzymy, 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

- Obserwowane przez nas spółki są obecnie notowane na wskaźnikach **P/E'17 13,1x** oraz **EV/EBITDA'17 8,3x** (około 17-26% dyskonta do MSCI Industrials dla Europy i świata). Dobre dane odnośnie produkcji przemysłowej za III (+11,1% r/r), dobry odczyt wskaźnika PMI (Polska **53,5 pkt**) oraz oczekiwana poprawa wyników w 1Q'17 powinny pozytywnie przekładać się na wycenę w nadchodzącym miesiącu.
- W 1Q'17 oczekujemy, że większość spółek przemysłowych poprawi r/r rezultaty (**52%**), a jedynie **24%** je pogorszy r/r. Dobrych wyników oczekujemy w spółkach: **Apator, Boryszew, Elemental Holding, Impexmetal, Orzeł Biały, Pfeiderer Group** oraz **Uniwhells**. Słabych natomiast w spółkach: **Amica, Forte, Kernel** i **Vistal**. Oczyszczone o zdarzenia jednorazowe (ujemne niezrealizowane różnice kursowe) wyniki **KGHM** powinny być wyraźnie wyższe r/r, z uwagi na wyraźne wzrosty cen metali oraz słabą wartość PLN do USD.
- Naszym zdaniem **najbardziej atrakcyjnie** wyceniane są: **Alumetal** (Alumetal od początku roku zachowywał się gorzej od szerokiego rynku, gdy wycena poddostawców Automotive w Europie rosła. Spółka może być beneficjentem udanego wezwania na Uniwhells, a dodatkowo sprzyjają **rosnące marże** benchmarkowe), **Apator** (wysoki portfel zamówień oraz brak odpisów w Apator Rector zapewni dynamiczny wzrost wyników w 1-3Q'17. Prawdopodobne, że po IH'17 rynek zacznie spekulować nad podniesieniem całorocznej prognozy wyników zarządu), **Elemental Holding** (około 20% r/r wzrost EBITDA grupy po akwizycji podmiotów z branży recyklingu płytek PCB i katalizatorów; dobre wyniki w 1Q'17), **Ergis** (spółka notowana z około 14-27% 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 35-36% dyskontem na wskaźniku EV/EBITDA'17-18, możliwy wzrost DYield 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 9-27% 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), **Uniwhells** (możliwe podniesienie ceny w wezwaniu, brak premii do bieżącego kursu akcji).
- Aktualnie zalecamy **niedoważenie Boryszewa** (spółka notowana jest obecnie z 9-44% premią do grupy porównawczej).
- **Kluczowe rekomendacje:** KGHM, (akumuluj), Stelmet (akumuluj), Uniwhells (akumuluj).

Budownictwo

- W kwietniu liderem wzrostu był **Budimex** (+9% m/m). Uważamy, że rynek zdyskontował bardzo dobre wyniki spółki za 1Q'17. Obecny kurs przewyższa naszą cenę docelową o 16%, a pierwsze w tym roku otwarcia przetargów od GDDKiA nie przyniosły pozytywnych rozstrzygnięć dla spółki, stąd obniżamy rekomendację do trzymaj.
- Najbardziej niedocenione były walory **Elektrobudowy**, pomimo przegłosowania dywidendy w wysokości 10 PLN na akcję (8,3% - najwyższy DYield w sektorze). Spółka jest notowana z ok. 20% dyskontem do sektora na wskaźnikach za 2017 r. Podnosimy rekomendację do kupuj.

- Kwiecień przyniósł delikatną korektę na akcjach **Trakcji**, **Torpolu** i **ZUE** - widoczny brak nowych otwarć w przetargach oraz perspektywa słabych wyników za 1Q. Uważamy, że spółki wyspecjalizowane w budownictwie kolejowym mają argumenty do dalszego wzrostu - dalsze otwarcia ofert od PKP PLK w kolejnych miesiącach.
- Obserwowana w ostatnich miesiącach **korekta cen surowców** na światowych giełdach może być korzystnym zjawiskiem z punktu widzenia marż sektora, gdyby zjawisko to utrzymało się w kolejnych miesiącach. Kluczowi generalni wykonawcy notowani na GPW posiadają obecnie wysokie backlogi, stąd większym zmartwieniem z ich punktu widzenia jest ryzyko wzrostu cen materiałów niż szybkie pozyskanie nowych zleceń do portfela.
- **Kluczowe rekomendacje:** Elektrobudowa (kupuj), Unibep (akumuluj).

Deweloperzy

- **Wyniki 1Q'17:** Wszystkie znaczące spółki z branży zwiększyły sprzedaż mieszkań w 1Q w ujęciu r/r (średnio o 25%). Owoce tego wzrostu ujrzymy w wynikach przyszłych kwartałów. 1Q'17 będzie natomiast dość przeciętnym okresem pod względem zaraportowanych wyników finansowych deweloperów, co ma związek z niewielką liczbą rozliczonych lokali (przekazania były łącznie o 44% niższe od sprzedaży). Nominalnie wysokich wyników oczekujemy jedynie w **Ronsonie**, **Atalu** oraz **LC Corp** (po oczyszczeniu o rewaluację), a wśród deweloperów komercyjnych w **GTC**.
- **Rynek mieszkaniowy:** Według REAS deweloperzy na 6 największych rynkach mieszkaniowych w Polsce sprzedali w 1Q'17 18,6 tys. mieszkań (+29% r/r, +3% q/q). Tymczasem oferta mieszkań wyniosła na koniec roku 50,2 tys. lokali, co oznacza spadek o 5% q/q i wzrost o 4% r/r. Dane REAS prezentują idealny scenariusz z punktu widzenia deweloperów - wzrost sprzedaży do rekordowego poziomu przy jednoczesnym spadku oferty mieszkań. Tempo sprzedaży utrzymuje się na najwyższym poziomie od 2008 r.

- Deweloperzy mieszkaniowi są notowani na medianie **P/E'17=8,4x** oraz **P/E'18=7,0x**. Najbardziej atrakcyjnymi spółkami w sektorze są **Lokum**, **LC Corp**, **Atal**, **Robyg**, **Dom Development**, **Archicom**.
- **Echo Investment** było w kwietniu najbardziej niedocenianą spółką w sektorze (-7% m/m). Spadek kursu jest według nas okazją do kupna.
- **Kluczowe rekomendacje:** Atal (kupuj), Robyg (kupuj), Echo Investment (kupuj).

Handel

- **Miesięczne dane sprzedażowe:** negatywny wpływ na wyniki sprzedażowe spółek w IV'17 miał efekt niskiej bazy oraz efekt kalendarzowy. Nowa polityka sprzedażowa (maksymalizacja marży) oraz poprawa jakości kolekcji pozwoliły LPP poprawić rentowność sprzedaży o 8p.p. R/R do 59% przy jednoczesnym wzroście sprzedaży porównywalnej. Sprzedaż CCC wzrosła o 11% R/R w IV'17, co efektu wysokiej bazy. Wysoka poprawę sprzedaży opublikował Bytom, gdzie widoczne są pozytywne efekty wprowadzenia nowej strategii cenowej.
- **AmRest** poinformował o zamiarze nabycia restauracji Pizza Hut na rynku rosyjskim wraz z umową masterfranczyzy na Rosję. W ciągu ostatnich miesięcy spółka ogłosiła zamiar przejęcia sześciu podmiotów. W 1Q'17 oczekujemy ograniczenia tempa poprawy wyniku EBITDA R/R ze względu na istotne zmniejszenie wyniku R/R w niemieckiej sieci Starbucks.
- Oczekujemy, że **Eurocash** opublikuje słabe wyniki za 1Q'17 ze względu na problemy w segmencie C&C, efekt kalendarzowy (Święta Wielkanocne) oraz koszty związanych z rozwijaniem nowych projektów. Poprawa powinna być widoczna w segmencie Delikatesy Centrum (poprawa lfl hurtowego). Jednocześnie pozytywnie na wysokość sprzedaży powinna wpłynąć konsolidacja przejętych biznesów (Eko Holding, PDA). Przyspieszenie dynamiki inflacji oraz sprzyjające otoczenie rynkowe powinny wspierać osiągnięte przez spółkę rezultaty w kolejnych kwartałach (zwłaszcza postępujący wzrost cen w segmencie piwa i napojów alkoholowych).
- **Kluczowe rekomendacje:** Eurocash (kupuj), LPP (sprzedaj).

Makroekonomia

Sytuacja gospodarcza według NBP

Najnowsze badania koniunktury NBP wskazują, że realizuje się postulowany przez nas scenariusz makroekonomiczny. W szczególności gospodarka doświadcza obecnie silnego ożywienia, podnoszą się inwestycje, zwiększa zatrudnienie, a presja płacowa nie gaśnie. Podtrzymujemy optymistyczny scenariusz, że dynamika PKB będzie w tym roku w okolicach 4% (jeśli pierwszy kwartał będzie mocniejszy niż myśleliśmy, to celujemy w 4% plus), a inflacja bazowa będzie się rozpędzać. Skłoni to RPP do podwyżek wcześniejszych niż obecnie wyceniane: stawiamy na pierwszą połowę roku, a nie drugą, która obecnie znajduje odzwierciedlenie w wycenach rynkowych.

Raport o koniunkturze jest szczególnie ciekawy w trzech aspektach: inwestycji, wynagrodzeń i cen.

W przypadku inwestycji badania ankietowe NBP wskazują na znaczące ożywienie, które niesione jest przede wszystkim prognozami przedsiębiorstw dużych (najczęściej publicznych) oraz jednostek samorządu terytorialnego. Wskazywaliśmy już na początku roku, że plany tych ostatnich są co najmniej kilkanaście procent wyższe niż w roku ubiegłym. Póki co zdecydowanie mniej eksplozywna jest ścieżka inwestycji pozostałych przedsiębiorstw prywatnych. Jak wskazują jednak autorzy raportu, plany inwestycyjne przedsiębiorstw publicznych są już na tym etapie zbliżone są do lat 2014-2015, kiedy cały agregat inwestycji rósł w dwucyfrowym tempie. Inwestycje prywatne bardzo często są w dużej mierze zależne od inwestycji publicznych i pojawiają się równoległe lub z niewielkim opóźnieniem. Malkontenci będą w tych warunkach wskazywali na wysoką niepewność, która wpływa źle na prywatne plany inwestycyjne (wpływ ten jest asymetryczny i negatywny wraz z podniesieniem niepewności). Naszym zdaniem jednak dynamiczny efekt niepewności jest w tym momencie już zdecydowanie mniejszy niż w 2016 roku. Obecnie niepewność już jest ustabilizowana na wysokich poziomach; wtedy znacząco rosła. Za zwiększeniem prywatnych nakładów inwestycyjnych w średnim terminie przemawia też wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych, znaczące zestarzenie kapitału (związane z istotnym pogorszeniem tempa odnawiania majątku) oraz odwracanie zależności między wydajnością pracy i płacami, a także napięta sytuacja związana z popytą na pracę.

Rynek pracy w raporcie NBP jawi się ewidentnie w jasnych kolorach. Oprócz prognoz wzrostu zatrudnienia widać wyraźnie, że nie odpuszcza presja płacowa. Co prawda prognozy podwyżek płac ustabilizowały się (ale w trendzie wzrostowym!) i na tej kanwie autorzy raportu sprzedają obraz wyhamowania dynamiki wynagrodzeń, to jednak naciski na wzrost płac i wzrost presji płacowej obejmuje obecnie 4 razy więcej przedsiębiorstw niż w 2014 roku i prawie 2x więcej niż w 2016 roku. Procesy na rynku pracy są procesami podlegającymi silnej histerii (być może nie jest to pojęcie używane w kontekście polskiego rynku pracy często, jednak stan jutra zależy w dużej mierze od stanu dziś) i ulegają wzmocnieniu w czasie; prostymi słowami: wypuszczenie dzina wzrostów płac z butelki kończy się presją płacową o ile warunki gospodarcze nagle się nie zmienią lub nie przyhamuje jej Bank Centralny. Już teraz zmieniły się proporcje przedsiębiorstw, w których płace rosną szybciej niż wydajność pracy. W takich warunkach należałoby wypatrywać i presji płacowej i presji cenowej. Czekamy na obie i uważamy jednocześnie, że dzieli nas od nich zaledwie kwartały. Po stronie cen zaszło ostatnio wiele istotnych zmian. Przede wszystkim warto zwrócić uwagę, że firmy operują przy coraz większym ciężarze kosztów płacowych, ale i cen surowców (patrz czynniki wzrostu cen). Nic nie wskazuje na to, aby nagle miało się to zmienić, gdy gospodarka globalna przyspiesza, a presja płacowa na rodzimym rynku rośnie. Prowadzi to do pogorszenia cen względnych (ceny finalne vs. ceny zaopatrzenia) i doprowadzi

albo do pogorszenia sytuacji finansowej przedsiębiorstw i wyjścia z rynku (scenariusz bardzo mało prawdopodobny) lub też do podniesienia cen wyrobów finalnych (scenariusz bardzo prawdopodobny i wielokrotnie testowany we wzrostowych fazach koniunktury). My oczywiście stawiamy na ten drugi.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w marcu aż o 11,1%, bijąc na głowę oczekiwania rynku (konsensus ok. 7% r/r, my 8,0%, najwyższe prognozy na rynku nie dobiły do 10%). Kilka rekordów: najszybszy wzrost produkcji w ujęciu rocznym od 2010 roku, drugi najlepszy marzec w historii szeregu (po marcu 2010 r.). Część przyspieszenia to oczywiście zasługa dni roboczych (+1 zamiast -1 r/r), ale to wyjaśnia ledwie połowę obserwowanego przyspieszenia i uwzględnienie wpływu kalendarza tylko nieznacznie zmienia wydzwięk danych. Po wyłączeniu czynników kalendarzowych i sezonowych produkcja wzrosła bowiem o 8,8% r/r i 2,1% m/m. W niektórych kategoriach produkcji widać zresztą wręcz eksplozję, czyli wzrosty produkcji przekraczające 20% r/r (produkcja maszyn i urządzeń, związana z budownictwem, produkcja wyrobów z pozostałych surowców niemetalicznych), a kompozycja wzrostów sugeruje (zgodnie z oczekiwaniami), że rosną i sekcje eksportowe, i związane z popytem wewnętrznym.

Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w ujęciu rocznym aż o 17,2%, również istotnie powyżej jakiegokolwiek dostępnej prognozy. Ciepły marzec i dni robocze wyjaśniają wprawdzie przyspieszenie produkcji jako takie, ale nie jego skalę. By zrozumieć tak duży skok produkcji (w ujęciu miesięcznym wzrost o 49,4%, czyli 9,7% po odsezonowaniu), należy cofnąć się do okresu najbardziej podobnego pod względem sytuacji w budownictwie, czyli lat 2010-2011. W latach, w których uruchamiano środki unijne, a przyspieszenie inwestycyjne było znaczące, notowano takie właśnie dynamiki. Naszym zdaniem jest to efekt odbicia we wszystkich głównych kategoriach budownictwa. Warto je ponownie wymienić: wygasanie efektów statystycznych w budownictwie liniowym, uruchamianie inwestycji publicznych (w tym samorządów w związku ze startującym cyklem wyborczym), a także rekordowo wysoka aktywność w budownictwie mieszkaniowym. W konsekwencji, dwucyfrowy wzrost produkcji budowlano-montażowej jest w tym roku bardzo prawdopodobny.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła o 9,3% w ujęciu rocznym, bijąc naszą prognozę i konsensus rynkowy. Kompozycja wskazuje na utrzymanie względnie wysokiej sprzedaży samochodów i pewne efekty bazowe w żywności i sprzedaży niewyspecjalizowanej (zgodnie z faktem, że Wielkanoc wystąpiła w tym roku wyjątkowo późno). Prawdziwy szlagier tych danych to jednak kategorie dóbr trwałych (meble, rtv i agd +18,1% r/r; najwyższa dynamika od 2012 roku) oraz półtrwałych (odzież +20,3% r/r – najwyższa dynamika od 2014 roku). Być może nie są one kategoriami, które ważą najwięcej w całym agregacie sprzedaży i nie są one wolne od silnych tendencji sezonowych, to jednak sprzedaż aut, odzieży oraz mebli i wyposażenia mieszkania świadczy w największym stopniu o nastrojach konsumentów i perspektywach „dokonywania ważnych zakupów”. Oczywiście w pewnym stopniu dane te napompuwane są przez dni robocze, jednak kolejne publikacje tylko utwierdzają nas w przekonaniu, że ścieżka konsumpcji na ten rok w okolicach 4% (bądź nawet lekko powyżej) to nie fanaberia, lecz fakt pozostający w ścisłej zależności pomiędzy rzeczywistością i teoriami ekonomicznymi tłumaczącymi większe wydatki konsumentów (wysoki bieżący dochód + podwyższenie dochodu trwałego).

Ceny producentów wzrosły w marcu o 4,7% r/r, nieznacznie powyżej naszej prognozy (4,6%). Nasza prognoza rozminęła się z rzeczywistością przez rewizję poprzednich danych w górę o 0,1p.p. Przy dość silnych spadkach w kategoriach, gdzie ceny dyktowane są egzogeniczne, ceny w przetwórstwie obniżyły się zaledwie o 0,1% m/m. Oznacza to wzrost w ujęciu bazowym (+0,2% m/m) i po raz kolejny rozkorelowanie się dynamiki cen producentów z kursem walutowym. Traktujemy ten fenomen jako kolejny dowód na opuszczenie równowagi deflacyjnej w cenach producentów i przejście w kierunku równowagi inflacyjnej. Podobnie, jak w przypadku cen konsumenckich, śledzić należy w najbliższych miesiącach kategorie bazowe i rozlewanie się wcześniejszych wzrostów cen po różnych kategoriach.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w marcu o 4,5% w ujęciu rocznym, czyli minimalnie poniżej konsensusu rynkowego oraz naszej prognozy. W ujęciu miesięcznym przybyło 5,5 tys. etatów (szacowaliśmy co najmniej dwukrotnie większy wzrost). Nie będziemy wyrokować o konkretnych przyczynach tego zaskoczenia, poczekamy na szczegółowe dane publikowane pod koniec miesiąca w Biuletynie Statystycznym GUS. Marcowy odczyt nie zmienia zbyt wiele w szerszym spojrzeniu na rynek pracy. Można go traktować jako odreagowanie po bardzo solidnych wzrostach w styczniu i marcu (na tle poprzednich lat ten marzec też nie wypada słabo; zdarzały się odczyty ujemne). Rok 2017 wciąż jest jednym z najlepszych pod względem zatrudnienia i zapewne tak już pozostanie. Jest jeszcze zbyt wcześnie, aby w statystykach zatrudnienia w SP dostrzegać efekty zbliżających się wąskich gardeł na rynku pracy (zmniejszanie liczby osób w wieku produkcyjnym, zahamowanie napływu / odpływ pracowników z Ukrainy).

Przeciętne wynagrodzenie wzrosło w marcu w ujęciu rocznym o 5,2%, bijąc na głowę zarówno oczekiwania rynkowe (4,3%), jak i naszą prognozę (4,6%). Jak zwykle, na tym etapie nie jesteśmy w stanie określić przyczyn zaskoczenia, jednak miks czynników oddziałujących na dynamikę przeciętnego wynagrodzenia był jednoznacznie pozytywny w tym miesiącu: przesunięcie wypłat premii w górnictwie, ogłoszone podwyżki płac w handlu oraz pozytywna różnica dni roboczych (+1 zamiast -1 r/r).

Niezależnie od przyczyn stojących za niespodzianką w jednym czy drugim miesiącu, nie należy mieć wątpliwości, że trend w przypadku płac pozostaje wzrostowy. Przyjmując szerszą perspektywę, dostrzegamy, że czynniki strukturalne faworyzują wyraźnie wyższą dynamikę płac. Po pierwsze, stale zacieśnia się rynek pracy i na początku roku nasze wskaźniki zacieśnienia rynku pracy po raz kolejny wzrosły. Po drugie, niedawny epizod wzrostu inflacji na przełomie roku był napędzany przez kategorie kluczowe z punktu widzenia formowania oczekiwań inflacyjnych przez gospodarstwa domowe (żywność, paliwa), tj. takie, których ceny są obserwowane często, są zmienne, a same dobra – mają charakter zakupów pierwszej potrzeby. W konsekwencji, wzrost inflacji na początku roku sprzyjał formułowaniu żądań płacowych i sprzyjał utrzymaniu wysokiej dynamiki wynagrodzeń realnych, którą gospodarstwa domowe były wcześniej rozpieszczane.

mBank Research

(Ernest Pytlarczyk, M. Mazurek, P. Bartkiewicz, K. Klimas)

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	kupuj	2017-03-16	71,97	90,00	72,86	+23,5%	23,2	10,9		
BZ WBK	trzymaj	2017-05-08	351,25	332,34	351,25	-5,4%	15,7	13,0		
GETIN NOBLE BANK	trzymaj	2017-03-01	2,02	2,14	1,88	+13,8%	10,0	5,2		
HANDLOWY	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	75,00	+13,3%	17,7	13,9		
ING BSK	redukuj	2017-04-05	171,00	152,39	180,80	-15,7%	16,1	14,3		
MILLENNIUM	sprzedaj	2017-05-08	7,06	5,81	7,06	-17,7%	13,5	11,9		
PEKAO	akumuluj	2017-04-05	134,60	146,10	139,60	+4,7%	16,2	15,5		
PKO BP	redukuj	2017-03-01	33,28	31,20	36,54	-14,6%	15,6	13,8		
KOMERCNI BANKA	akumuluj	2017-01-27	892,60	1 011,37 CZK	949,70	+6,5%	14,0	12,7		
ERSTE BANK	kupuj	2017-01-27	28,60	35,98 EUR	32,55	+10,5%	11,3	10,1		
OTP BANK	akumuluj	2017-03-01	8 450	9 031,25 HUF	7 935	+13,8%	10,0	9,1		
Ubezpieczyciele										
PZU	kupuj	2017-01-27	35,50	44,63	44,56	+0,2%	16,4	11,5		
Usługi finansowe										
KRUK	sprzedaj	2017-05-08	293,85	219,64	293,85	-25,3%	19,4	17,1		
PRIME CAR MANAGEMENT	kupuj	2017-01-27	34,91	46,43	31,49	+47,4%	9,1	8,2		
SKARBIEC HOLDING	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	30,75	+50,5%	7,7	6,7		
Paliwa, Chemia										
CIECH	trzymaj	2017-03-24	81,00	82,00	78,54	+4,4%	11,6	14,9	7,0	7,9
GRUPA AZOTY	trzymaj	2017-01-26	70,41	73,90	68,41	+8,0%	15,9	15,2	7,5	7,0
LOTOS	sprzedaj	2017-03-01	48,63	36,27	59,32	-38,9%	18,6	14,5	8,8	6,6
MOL	redukuj	2016-12-20	20 620	18 970 HUF	21 900	-13,4%	13,1	11,1	5,5	4,9
PGNIG	kupuj	2017-02-27	6,12	7,25	6,42	+12,9%	12,0	9,8	5,1	4,3
PKN ORLEN	sprzedaj	2016-12-20	87,17	66,13	118,50	-44,2%	14,6	18,7	8,7	9,5
POLWAX	kupuj	2017-01-13	16,60	25,95	15,19	+70,8%	6,4	6,5	5,5	6,4
SYNTHOS	sprzedaj	2017-01-17	5,30	3,72	5,45	-31,7%	15,0	19,7	9,4	11,3
Energetyka										
CEZ	akumuluj	2017-03-01	450,50	496,80 CZK	429,50	+15,7%	14,4	14,0	6,7	6,5
ENEA	sprzedaj	2017-03-01	10,67	8,81	11,85	-25,7%	7,6	6,5	4,9	4,0
ENERGA	trzymaj	2017-01-27	10,20	9,20	9,80	-6,1%	8,0	7,4	4,5	4,5
PGE	trzymaj	2016-10-04	10,18	10,63	11,48	-7,4%	9,5	9,0	5,2	5,2
TAURON	trzymaj	2017-04-05	3,35	3,03	3,32	-8,7%	5,9	5,7	4,9	5,1
Telekomunikacja										
NETIA	akumuluj	2017-01-27	4,58	4,90	4,52	+8,4%	-	-	4,6	5,0
ORANGE POLSKA	kupuj	2017-03-09	4,67	6,90	4,50	+53,3%	585,1	50,6	4,5	4,3
Media										
AGORA	akumuluj	2017-01-27	12,90	13,90	15,65	-11,2%	-	-	7,1	7,1
CYFROWY POLSAT	redukuj	2017-01-27	24,65	22,30	24,71	-9,8%	16,9	14,1	7,4	7,0
WIRTUALNA POLSKA	akumuluj	2017-01-27	56,60	61,00	51,78	+17,8%	19,8	16,2	11,2	9,5
IT										
ASSECO POLAND	redukuj	2017-04-27	54,70	51,80	57,59	-10,1%	15,9	15,5	7,4	6,9
CD PROJEKT	sprzedaj	2017-01-26	59,63	43,40	67,41	-35,6%	44,3	44,0	32,2	31,7
COMARCH	akumuluj	2017-03-01	204,80	205,00	238,95	-14,2%	24,1	20,4	10,3	9,4
Przemysł i metale										
FAMUR	zawieszona	2016-11-30	4,22	-	5,80	-	-	-	-	-
KERNEL	trzymaj	2017-01-27	76,75	73,90	68,67	+7,6%	5,5	5,9	4,2	4,0
KĘTY	trzymaj	2017-01-27	416,80	387,90	429,95	-9,8%	16,2	16,5	11,2	10,4
KGHM	akumuluj	2017-04-05	120,10	132,22	118,40	+11,7%	7,1	7,8	4,6	4,7
STELMET	akumuluj	2017-01-27	32,30	33,80	27,50	+22,9%	14,1	11,0	9,5	7,5
UNIWHEELS	akumuluj	2017-01-27	236,00	258,00	236,50	+9,1%	10,5	10,3	8,3	8,3
Budownictwo										
BUDIMEX	trzymaj	2017-05-08	275,65	238,40	275,65	-13,5%	17,6	19,7	9,6	11,3
ELEKTROBUDOWA	kupuj	2017-05-08	120,55	146,00	120,55	+21,1%	11,7	12,4	6,1	6,2
ERBUD	trzymaj	2017-04-05	32,98	33,50	32,50	+3,1%	13,1	12,8	5,6	5,4
UNIBEP	akumuluj	2017-03-01	12,59	12,80	13,70	-6,6%	11,5	12,0	7,8	8,0
Deweloperzy										
ATAL	kupuj	2017-04-10	34,89	44,10	36,45	+21,0%	7,8	7,7	7,1	7,0
CAPITAL PARK	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	6,28	+28,8%	44,8	8,2	121,2	14,0
DOM DEVELOPMENT	akumuluj	2017-01-27	64,94	72,50	70,20	+3,3%	10,6	10,3	8,1	8,0
ECHO	kupuj	2017-01-25	5,69	6,64	5,41	+22,7%	9,9	8,0	11,9	10,1
GTC	akumuluj	2017-01-25	8,65	9,59	9,00	+6,6%	8,0	11,7	10,4	14,6
ROBYG	kupuj	2017-01-27	3,00	3,95	3,38	+16,9%	11,0	6,8	11,9	6,8
Handel										
AMREST	akumuluj	2017-01-27	347,00	367,00	359,00	+2,2%	30,8	22,8	12,1	9,6
CCC	trzymaj	2017-03-01	225,50	219,00	223,20	-1,9%	22,5	18,3	15,8	13,0
EUROCASH	kupuj	2017-01-27	39,90	46,20	33,46	+38,1%	18,3	14,0	8,7	6,9
JERONIMO MARTINS	trzymaj	2017-05-08	17,09	16,90 EUR	17,09	-1,1%	23,3	21,1	11,9	11,0
LPP	sprzedaj	2017-04-05	6 635	5 300	6 270	-15,5%	24,8	18,8	13,8	11,0
TXM	kupuj	2017-03-09	5,50	6,95	5,05	+37,6%	10,0	8,0	6,9	5,8
Inne										
PBKM	akumuluj	2017-04-05	60,50	70,00	59,10	+18,4%	10,1	8,4	6,9	5,9
WORK SERVICE	zawieszona	2016-12-06	10,17	-	9,30	-	-	-	-	-

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Asseco Poland	redukuj	redukuj	51,80	2017-04-27
Atal	kupuj	przeważaj	44,10	2017-04-10

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Budimex	trzymaj	akumuluj	238,40	2017-05-08
BZ WBK	trzymaj	redukuj	332,34	2017-05-08
Elektrobudowa	kupuj	trzymaj	146,00	2017-05-08
Jeronimo Martins	trzymaj	akumuluj	16,90 EUR	2017-05-08
Kruk	sprzedaj	redukuj	219,64	2017-05-08
Millennium	sprzedaj	redukuj	5,81	2017-05-08

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	8	13,8%	4	12,1%
redukuj	5	8,6%	3	9,1%
trzymaj	13	22,4%	5	15,2%
akumuluj	17	29,3%	10	30,3%
kupuj	15	25,9%	11	33,3%

Finanse

Alior Bank										kupuj	
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		72,86 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-03-16	
		Cena docelowa:		90,00 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	1 501,1	1 946,0	29,6%	2 814,7	44,6%	3 152,8	12,0%	Liczba akcji (mln)		129,3	
Marża odsetkowa	4,3%	3,8%		4,3%		4,4%		MC (cena bieżąca)		9 417,7	
WNDB	2 196,2	3 240,8	47,6%	3 721,0	14,8%	4 102,8	10,3%	Free float		74,8%	
Wynik operacyjny*	1 058,1	1 622,2	53,3%	1 773,2	9,3%	2 449,1	38,1%				
Zysk brutto	386,0	822,3	113,0%	756,6	-8,0%	1 353,9	79,0%				
Zysk netto	309,6	618,3	99,7%	406,2	-34,3%	863,2	112,5%				
ROE	9,5%	12,7%		6,3%		11,9%		Zmiana ceny: 1m		1,0%	
P/E	17,0	11,9		23,2		10,9		Zmiana ceny: 6m		62,0%	
P/BV	1,5	1,5		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m		32,4%	
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)		42,0	
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		77,0	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Alior Banku oraz cenę docelową na poziomie 90,00 PLN na akcję. Nasza rekomendacja wynika z ambitnej aczkolwiek osiągalnej prognozy Zarządu na przyszłe wyniki w latach 2017-2020, która odbiega od konsensusu. Pomóc w osiągnięciu strategii mają zrewidowane na lata 2017-2019 niższe koszty integracji (o 264 mln PLN), wyższe synergije kosztowe (o +70 mln PLN) z wydzieloną częścią banku BPH oraz podwyżki stóp procentowych. Brak planowanej dywidendy przez kolejne dwa-trzy lata spowoduje znaczącą poprawę sytuacji kapitałowej banku, która była do tej pory piętą achillesową. Umożliwi to dalszy

wzrost akcji kredytowej na poziomie 5-6 mld PLN netto rocznie, zgodnie z założeniami strategii Zarządu. Uważamy, że pozytywnym katalizatorem dla kursu akcji mogłaby być decyzja PZU o zbyciu części udziałów w Aliorze oraz dalsza rewizja kosztów integracji przy okazji ogłoszenia wyników kwartalnych. Cały czas podtrzymujemy, że Alior Bank ponowi próbę przejęcia kolejnego banku (nie wykluczamy transakcji z RBI), co tym razem powinno spotkać się z większym uznaniem rynku ze względu na historyczny, pozytywny „track-record”. Alior Bank pozostaje naszym „top-pick” w polskim sektorze bankowym.

BZ WBK										trzymaj									
Analitik: Michał Konarski				Cena bieżąca: 351,25 PLN								Data ostatniej aktualizacji: 2017-05-08							
				Cena docelowa: 332,34 PLN															
(mln PLN)		2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)										
Wynik odsetkowy		4 309,2	4 770,4	10,7%	5 388,4	13,0%	6 070,5	12,7%	Liczba akcji (mln)		98,9								
Marża odsetkowa		3,1%	3,3%		3,5%		3,8%		MC (cena bieżąca)		34 748,8								
WNDB		7 540,1	7 606,1	0,9%	7 881,3	3,6%	8 635,3	9,6%	Free float		30,0%								
Wynik operacyjny*		3 961,3	4 238,4	7,0%	4 369,0	3,1%	5 023,1	15,0%											
Zysk brutto		3 178,3	3 509,3	10,4%	3 575,3	1,9%	4 170,8	16,7%											
Zysk netto		2 327,3	2 166,8	-6,9%	2 211,7	2,1%	2 671,3	20,8%											
ROE		13,0%	11,1%		10,5%		11,2%		Zmiana ceny: 1m		-1,1%								
P/E		14,9	16,0		15,7		13,0		Zmiana ceny: 6m		12,5%								
P/BV		1,8	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m		31,7%								
DPS		0,0	22,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)		249,6								
DYield (%)		0,0	6,4		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		378,5								

*przed kosztami rezerw

Po słabych wynikach za 1Q'17 i przecenie akcji podnosimy naszą rekomendację redukuj do trzymaj dla BZ WBK. Uważamy, że BZ WBK jako jedyny analizowany przez nas bank z ekspozycją CHF posiada dwucyfrowe ROE, dzięki czemu jest najlepiej przygotowany do radzenia sobie z presją na współczynniki wypłacalności. Dodatkowo bank pozytywnie nas zaskoczył rekomendacją odnośnie wypłaty dywidendy z 2015 roku, chociaż nadal podtrzymujemy nasz pogląd, że wypłata w 2018 roku stoi pod dużym znakiem zapytania. Dodatkowo oczekujemy wprowadzenia wyższej wagi ryzyka na

kredyty CHF (150%) oraz płaskiej rentowności, pomimo rosnących stóp procentowych. Uważamy, że dobrowolna konwersja kredytów CHF, która ma zaproponować PKO BP dla swoich klientów spowoduje presję PR oraz polityczną na pozostałe banki z ekspozycją na kredyty CHF. Uważamy, że koszty ewentualnej konwersji nie są ujęte w konsensusie żadnego banku. Na wskaźniku 2018 P/BV bank notowany jest obecnie z 3% premią do polskiej średniej, co jest usprawiedliwione przez jedno z najwyższych ROE w sektorze.

Getin Noble Bank trzymaj								
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca: 1,88 PLN					Data ostatniej aktualizacji: 2017-03-01	
		Cena docelowa: 2,14 PLN						
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Wynik odsetkowy	1 195,7	1 316,7	10,1%	1 365,2	3,7%	1 530,2	12,1%	Liczba akcji (mln)
Marża odsetkowa	1,7%	1,9%		2,0%		2,3%		MC (cena bieżąca)
WNDB	1 662,0	1 537,2	-7,5%	1 570,5	2,2%	1 774,0	13,0%	Free float
Wynik operacyjny*	469,0	678,2	44,6%	713,2	5,2%	909,9	27,6%	
Zysk brutto	73,0	15,6	-78,7%	240,9	1448,0%	458,6	90,4%	
Zysk netto	44,2	-42,3		192,1		368,4	91,8%	
ROE	0,9%			3,6%		6,4%		Zmiana ceny: 1m
P/E	112,8			10,0		5,2		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Getin Noble Banku. Cena docelowa odzwierciedla wyższe wymogi kapitałowe, które naszym zdaniem zmuszą bank do wyższej emisji akcji niż ostatnio zaproponowane 50 mln PLN. Oczekujemy, że wyniki GNB pozostaną pod presją w 2017 roku ze względu na sekurytyzację aktywów w celu poprawy pozycji kapitałowej oraz ograniczoną akcją kredytową. Presja na wyniki zostanie uwidoczniła w wynikach za 1Q'17, gdzie bank poniesie bardzo wysoką stratę na poziomie 0,9 mld PLN. W pozostałej części roku oczekujemy zdarzeń jednorazowych, takich jak

sprzedaż NPL czy połączenie TFI, które pozwolą zamknąć rok obecny GNB z zyskiem netto. Uważamy, że sentyment do GNB w maju będzie uzależniony od prac sejmowej komisji finansów nad ustawą spreadową, która na chwilę obecną będzie kosztować sektor 9 mld PLN. Taki wymiar ustawy mógłby spowodować brak kapitału na poziomie około 600 mln PLN, co spowodowałoby dalsze odlewarowanie banku. Pomimo bardzo atrakcyjnej wyceny widzimy przeważające ryzyko związane z kapitałem.

Handlowy akumuluj								
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca: 75,00 PLN					Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27	
		Cena docelowa: 85,00 PLN						
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Wynik odsetkowy	976,6	1 003,6	2,8%	1 035,3	3,2%	1 240,7	19,8%	Liczba akcji (mln)
Marża odsetkowa	2,0%	2,1%		2,3%		2,6%		MC (cena bieżąca)
WNDB	2 051,8	2 081,6	1,5%	2 062,9	-0,9%	2 289,9	11,0%	Free float
Wynik operacyjny*	773,5	879,4	13,7%	845,7	-3,8%	1 043,7	23,4%	
Zysk brutto	790,8	833,6	5,4%	786,7	-5,6%	978,8	24,4%	
Zysk netto	626,4	601,6	-4,0%	554,2	-7,9%	705,5	27,3%	
ROE	8,8%	8,8%		8,1%		10,1%		Zmiana ceny: 1m
P/E	15,6	16,3		17,7		13,9		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,4	1,4		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m
DPS	7,4	4,7		4,6		4,2		Min (52 tyg.)
DYield (%)	9,9	6,2		6,1		5,7		Max (52 tyg.)

*przed kosztami rezerw

Bardzo słabe wyniki za 1Q'17 doprowadziły do przeceny na akcjach Banku Handlowego. Po znormalizowaniu zysku netto z 1Q'17 i zannualizowaniu go, zysk netto Banku Handlowego wyniósłby w 2017 roku 353 mln PLN, co jest znacząco poniżej konsensusu. Uważamy, że takie podejście jest błędne z powodu wolatylności wyniku handlowego, który w pozostałych 3 kwartałach roku może pokryć ubytek w wynikach za 1Q'17. Niemniej jednak uważamy, że jest racjonalne oczekiwanie co do obniżki

konsensusu dla całego roku. Zarząd uważa, że osiągnięcie dwucyfrowego ROE w całym 2017 roku może być trudne do osiągnięcia, co uważamy za wręcz niewykonalne. Niemniej jednak oczekujemy, że w przypadku ogłoszenia ustawy spreadowej, podniesienia wag ryzyka dla banków z ekspozycją na CHF oraz wprowadzeniem programu dobrowolnego programu przewalutowania kredytów sentyment do banków bez CHF i z silną pozycją kapitałową będzie znacznie lepszy.

ING BSK
redukuj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:		180,80 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2017-04-05
	Cena docelowa:		152,39 PLN						
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	2 467,1	2 953,4	19,7%	3 410,8	15,5%	3 825,9	12,2%	Liczba akcji (mln)	130,1
Marża odsetkowa	2,4%	2,6%		2,7%		2,8%		MC (cena bieżąca)	23 522,1
WNDB	3 778,1	4 324,5	14,5%	4 644,3	7,4%	5 123,6	10,3%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 622,4	2 225,3	37,2%	2 505,6	12,6%	2 910,4	16,2%		
Zysk brutto	1 390,3	1 924,7	38,4%	2 224,6	15,6%	2 508,5	12,8%		
Zysk netto	1 127,0	1 253,0	11,2%	1 461,3	16,6%	1 648,9	12,8%		
ROE	10,7%	11,8%		12,4%		11,9%		Zmiana ceny: 1m	5,6%
P/E	20,9	18,8		16,1		14,3		Zmiana ceny: 6m	23,0%
P/BV	2,2	2,2		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	49,7%
DPS	4,0	4,3		0,0		2,8		Min (52 tyg.)	117,1
DYield (%)	2,2	2,4		0,0		1,6		Max (52 tyg.)	183,5

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj dla ING BSK. Uważamy, że pozytywna dynamika wyników w 2017 roku została już w pełni zdyskontowana przez rynek. Ponadto, ING BSK jest jednym z najmniej wrażliwych banków na ruchy stóp procentowych, co stawia go w mniej korzystnej pozycji niż banki takie jak Handlowy. Finalnie uważamy, że zapowiedzi Zarządu odnośnie rozwiązania problemu CHF mogą

stanowić zagrożenie dla dywidendy również w 2018 roku. Ze względu na ponadprzeciętny zwrot z kapitałów ING BSK w kolejnych dwóch latach, premia do sektora na wskaźniku P/E jest uzasadniona, ale jej poziom powinien być niższy niż w przypadku Banku Pekao ze względu na słabszą pozycję kapitałową, a co za tym idzie możliwości dywidendowe.

Millennium
sprzedaj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:		7,06 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2017-05-08
	Cena docelowa:		5,81 PLN						
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 365,2	1 505,8	10,3%	1 602,7	6,4%	1 736,2	8,3%	Liczba akcji (mln)	1 213,1
Marża odsetkowa	2,2%	2,2%		2,3%		2,4%		MC (cena bieżąca)	8 564,6
WNDB	2 239,2	2 628,0	17,4%	2 442,7	-7,0%	2 594,8	6,2%	Free float	50,0%
Wynik operacyjny*	930,1	1 359,9	46,2%	1 251,6	-8,0%	1 375,4	9,9%		
Zysk brutto	687,5	1 127,3	64,0%	1 005,9	-10,8%	1 127,9	12,1%		
Zysk netto	546,5	701,3	28,3%	634,0	-9,6%	721,5	13,8%		
ROE	9,0%	10,5%		8,5%		8,6%		Zmiana ceny: 1m	7,6%
P/E	15,7	12,2		13,5		11,9		Zmiana ceny: 6m	24,1%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	48,6%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,3
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	7,1

*przed kosztami rezerw

Po wzroście kursu akcji w kwietniu, obniżamy naszą rekomendację redukuj do sprzedaj dla Banku Millennium (cena docelowa 5,81 PLN). Uważamy, że rynek nadal nie uwzględnia potencjalnych negatywnych przyszłych zdarzeń związanych z ekspozycją na kredyty CHF, takich jak rekomendacje KSF czy ustawa spreadowa. Oczekujemy, że Bank Millennium nie wypłaci dywidendy przez co najmniej kolejne dwa lata. Nasza prognoza została poparta przez przedstawiciela KNF, który w ostatniej

wypowiedzi prasowej zapowiedział, że w przypadku braku istotnego działania na rzecz kredytobiorców CHF dywidenda może zostać wstrzymana na dłużej. Wzrastający kapitał będzie miał negatywny wpływ na ROE banku, które spadnie według naszych szacunków z 10% w 2016 do 8,4% w 2017 r. Dodatkowo zysk netto jak i wskaźniki wypłacalności mogą zostać znacząco zmniejszone w przypadku przyjęcia przez Sejm tzw. ustawy spreadowej w obecnym wymiarze 9 mld PLN.

Pekao										akumuluj			
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		139,60 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-04-05			
		Cena docelowa:		146,10 PLN									
(mIn PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)					
Wynik odsetkowy	4 166,6	4 382,0	5,2%	4 823,7	10,1%	5 205,8	7,9%	Liczba akcji (mIn)		262,5			
Marża odsetkowa	2,5%	2,6%		2,7%		2,9%		MC (cena bieżąca)		36 640,8			
WNDB	6 993,5	7 301,8	4,4%	7 433,4	1,8%	7 901,6	6,3%	Free float		49,9%			
Wynik operacyjny*	3 235,5	3 808,1	17,7%	3 927,7	3,1%	4 342,6	10,6%						
Zysk brutto	2 831,1	3 346,1	18,2%	3 428,7	2,5%	3 734,2	8,9%						
Zysk netto	2 292,5	2 279,3	-0,6%	2 255,3	-1,1%	2 363,0	4,8%						
ROE	9,7%	9,8%		9,7%		9,9%		Zmiana ceny: 1m		2,3%			
P/E	16,0	16,1		16,2		15,5		Zmiana ceny: 6m		17,1%			
P/BV	1,6	1,6		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m		-9,0%			
DPS	10,0	8,5		8,7		8,3		Min (52 tyg.)		115,8			
DYield (%)	7,2	6,1		6,2		6,0		Max (52 tyg.)		155,9			

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla Pekao. Bank Pekao jako jeden z nielicznych banków w Polsce będzie w stanie podtrzymać dotychczasowy strumień dywidend. Dodatkowo brak znaczącej ekspozycji Banku Pekao na kredyty w CHF powinny pozwolić uniknąć nadmiernej presji regulacyjnej w kolejnych latach. Uważamy, że konsensus dla Banku Pekao jest zbyt pesymistyczny na rok 2017 szczególnie w obszarze przychodów z działalności podstawowej. Oczekujemy także, że Bank Pekao będzie jednym z

głównych beneficjentów wyższego popytu na kredyty korporacyjne w 2017 roku. Finalnie, nowi akcjonariusze nie będą znacząco ingerować w dotychczasową politykę banku ze względu na obawy przed testem na utratę wartości czy zmniejszeniem dywidend. Pozytywnie też postrzegamy zmianę prezesa PZU w kontekście Pekao, co powinno być gwarantem ogłoszonej uprzednio strategii odnośnie Pekao.

PKO BP		redukuj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		36,54 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-03-01	
		Cena docelowa:		31,20 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	7 028,6	7 754,8	10,3%	8 516,1	9,8%	9 452,8	11,0%	Liczba akcji (mln)		1 250,0	
Marża odsetkowa	2,7%	2,8%		2,9%		3,1%		MC (cena bieżąca)		45 675,0	
WNDB	10 961,9	12 120,7	10,6%	12 656,8	4,4%	13 668,3	8,0%	Free float		68,6%	
Wynik operacyjny*	4 628,6	6 200,3	34,0%	6 603,9	6,5%	7 520,0	13,9%				
Zysk brutto	3 190,8	4 612,1	44,5%	4 752,4	3,0%	5 538,8	16,5%				
Zysk netto	2 609,6	2 874,0	10,1%	2 935,8	2,2%	3 321,4	13,1%				
ROE	9,0%	9,1%		8,5%		8,5%		Zmiana ceny: 1m		9,4%	
P/E	17,5	15,9		15,6		13,8		Zmiana ceny: 6m		35,6%	
P/BV	1,5	1,4		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m		48,0%	
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)		22,4	
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		36,5	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj dla PKO BP (cena docelowa na poziomie 31,20 PLN). Oczekujemy, że działania nadzorcze takie jak, np. wyższe wagi ryzyka nie pozwolą PKO BP na wypłatę dywidendy przez najbliższe dwa lata. Dodatkowo skumulowany kapitał obniży ROE PKO BP z 9,2% w 2016 do 8,5% w 2018 roku. Uważamy, że rekomendacje KSF spowodują, że obecna strategia banku pozostanie poza zasięgiem. Widzimy także rosnące ryzyko dla akcjonariuszy wynikające z zapowiedzi Prezesa PKO BP o zaoferowaniu klientom atrakcyjnych warunków do dobrowolnego przewalutowania kredytów CHF na PLN. Według

Prezesa PKO BP, propozycja dla kredytobiorców miałyby zostać przedstawiona w kwietniu, przewalutowanie miałyby nastąpić na przełomie 2Q'17 i 3Q'17, a koszty z jej realizacją miałyby w całości ponieść bank. Według naszych szacunków, przy założeniu utrzymania raty kredytobiorcy na niezmiennym poziomie oraz partycypacji klientów na poziomie 10% koszt PKO BP wyniósłby około 0,6 mld PLN na rok. Biorąc nawet 3 razy niższy udział klientów w programie PKO BP uważamy, że taki koszt nie jest ujęty w konsensusie i powinien zostać odzwierciedlony w wycenie rynkowej banku.

Komerční Banka
akumuluj

Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		949,70 CZK				Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		1 011,37 CZK							
(mln CZK)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln CZK)			
Wynik odsetkowy	21 357,0	21 069,0	-1,3%	22 159,4	5,2%	23 956,7	8,1%	Liczba akcji (mln)		188,9	
Marża odsetkowa	2,3%	2,3%		2,2%		2,2%		MC (cena bieżąca)		179 356,4	
WNDB	31 044,0	31 751,0	2,3%	31 900,3	0,5%	33 968,0	6,5%	Free float		39,6%	
Wynik operacyjny*	16 692,0	17 725,0	6,2%	17 929,9	1,2%	19 790,9	10,4%				
Zysk brutto	15 770,0	16 873,0	7,0%	16 138,2	-4,4%	17 774,7	10,1%				
Zysk netto	12 759,0	13 689,0	7,3%	12 786,1	-6,6%	14 123,5	10,5%				
ROE	12,2%	13,4%		12,0%		12,3%		Zmiana ceny: 1m		-0,7%	
P/E	14,1	13,1		14,0		12,7		Zmiana ceny: 6m		5,0%	
P/BV	1,8	1,8		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m		3,8%	
DPS	62,0	62,0		40,0		41,0		Min (52 tyg.)		818,0	
DYield (%)	6,5	6,5		4,2		4,3		Max (52 tyg.)		990,5	

*przed kosztami rezerw

Zalecamy akumulowanie akcji Komerční Banka (cena docelowa na poziomie 1011,37 CZK). Uważamy, że pomimo trudnego środowiska operacyjnego perspektywy dla rynku czeskiego są bardzo obiecujące. Niskie bezrobocie, wzrost gospodarczy oraz oczekiwane podwyżki stóp procentowych powinny pozytywnie przekładać się na wyniki banku w kolejnych latach. Ponadto, dywidenda Komerční Banka powinna zostać wsparta przez bardzo dobre wyniki za

1Q'17 wsparte przez sprzedaż kwatery głównej. Katalizatorem dla kursu akcji mogą stać się wcześniejsze od oczekiwań podwyżki stóp procentowych w Czechach w odpowiedzi na brak aprecjacji kursu CZK po jej uwolnieniu. Ze względu na wyższe oczekiwane ROE (12% vs. 8%) oraz stopę dywidendy (4-5% vs. 2%) uważamy, że jakiegokolwiek dyskonto do polskich banków jest nieuzasadnione. Obecna wycena rynkowa stwarza okazję inwestycyjną.

Erste Bank
kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 32,55 EUR						Data ostatniej aktualizacji:	2017-01-27
		Cena docelowa: 35,98 EUR							
(mln EUR)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Wynik odsetkowy	4 444,7	4 346,5	-2,2%	4 374,5	0,6%	4 616,8	5,5%	Liczba akcji (mln)	429,8
Marża odsetkowa	2,2%	2,1%		2,1%		2,1%		MC (cena bieżąca)	13 990,0
WNDB	6 584,0	6 483,9	-1,5%	6 555,5	1,1%	6 807,3	3,8%	Free float	69,5%
Wynik operacyjny*	2 368,2	2 146,1	-9,4%	2 480,2	15,6%	2 715,6	9,5%		
Zysk brutto	1 639,1	1 950,4	19,0%	1 994,3	2,3%	2 184,0	9,5%		
Zysk netto	968,2	1 264,7	30,6%	1 237,1	-2,2%	1 388,3	12,2%		
ROE	9,3%	10,8%		9,7%		10,3%		Zmiana ceny: 1m	4,9%
P/E	14,5	11,1		11,3		10,1		Zmiana ceny: 6m	21,5%
P/BV	1,3	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	39,4%
DPS	0,0	0,5		1,0		0,9		Min (52 tyg.)	18,9
DYield (%)	0,0	1,5		3,1		2,9		Max (52 tyg.)	32,8

*przed kosztami rezerw

Zalecamy kupowanie akcji Erste Banku (cena docelowa na poziomie 35,98 EUR). Nasza prognoza na 2017 roku jest zgodna z wynikami za 1Q'17 oraz z oczekiwaniami Zarządu, który wskazał poziom ROTE >10%. Po wynikach za 4Q'16 Zarząd wskazał, że bank może zaskoczyć rynek znacznie niższym saldem rezerw (Zarząd oczekuje 30 p.b. dla 2017 roku) wspartym dodatkowo przez rozwiązania rezerw w Rumunii. W kolejnych latach Erste Bank oczekuje wzrostu marży odsetkowej związanej ze środowiskiem wyższych stóp

procentowych oraz z niższych kosztów operacyjnych (C/I docelowo na poziomie 55%). Finalnie uważamy, że rynek może zostać zaskoczony przez wzrost wolumenów w 2017 roku oraz rychłą podwyżkę stóp procentowych w Czechach, co powinno pozwolić na wzrost wyniku odsetkowego. Preferujemy inwestycje w Erste Bank wobec polskiego sektora bankowego, ze względu na bardziej atrakcyjną wycenę oraz potencjał dywidendowy.

OTP BANK										akumuluj	
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		7 935,00 HUF				Data ostatniej aktualizacji:		2017-03-01	
		Cena docelowa:		9 031,25 HUF							
(mld HUF)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mld HUF)			
Wynik odsetkowy	553,0	521,9	-5,6%	537,8	3,0%	554,6	3,1%	Liczba akcji (mln)	267,0		
Marża odsetkowa	5,1%	4,7%		4,8%		4,9%		MC (cena bieżąca)	2 118,9		
WNDB	759,1	738,4	-2,7%	756,7	2,5%	780,1	3,1%	Free float	100,0%		
Wynik operacyjny*	366,8	338,0	-7,8%	351,7	4,0%	373,9	6,3%				
Zysk brutto	146,1	244,8	67,6%	253,8	3,7%	275,9	8,7%				
Zysk netto	63,6	202,2	218,0%	212,9	5,3%	232,3	9,1%				
ROE	5,1%	15,3%		14,3%		14,2%		Zmiana ceny: 1m	-5,3%		
P/E	33,3	10,5		10,0		9,1		Zmiana ceny: 6m	-0,6%		
P/BV	1,7	1,5		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	15,8%		
DPS	147,0	181,7		222,9		230,8		Min (52 tyg.)	6 180,0		
DYield (%)	1,9	2,3		2,8		2,9		Max (52 tyg.)	9 396,0		

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla OTP Banku (cena docelowa na poziomie 9031,25 HUF). Uważamy, że ostatnia przecena stwarza okazję inwestycyjną. Negatywna reakcja została spowodowana przez plany wprowadzenia dobrowolnego odgórnego limitu na oprocentowanie kredytów hipotecznych przez Rząd. Uważamy, że bank może wprowadzić taki limit, ale jego skutki powinny zostać zrównoważone przez nowe zapowiadane przez Zarząd akwizycje w 2017 roku. Ponadto, OTP Bank zasługuje na premię do pozostałych banków

regionalnych ze względu na najlepsze ROE w sektorze (14%) oraz konserwatywny bilans banku (kredyty/depozyty 68%; Tier1 13,2%). Uważamy, że bank prezentuje dobrą ekspozycję na wzrost gospodarczy w regionie CEE, w szczególności w Rosji (niższy koszt ryzyka, rosnące wolumeny oraz na umocnienie Rubla). Pomimo wyższej rentowności oraz DY bank na wskaźniku 2017/18 P/E jest notowany z dyskontem do polskiej średniej oraz na równi na wskaźniku 2017/18 P/BV.

PZU										kupuj									
Analitik: Michał Konarski				Cena bieżąca:		44,56 PLN								Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27			
				Cena docelowa:		44,63 PLN													
(mln PLN)		2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)										
Składka brutto:		18 359,0	20 219,0	10,1%	20 868,8	3,2%	21 525,1	3,1%	Liczba akcji (mln)				863,5						
majątkowa		10 713,3	12 400,0	15,7%	12 895,1	4,0%	13 296,4	3,1%	MC (cena bieżąca)				38 478,6						
życiowa		7 922,9	7 949,0	0,3%	7 949,0	0,0%	8 198,2	3,1%	Free float				64,8%						
Wynik techniczny		19 366,9	20 117,0	3,9%	21 157,9	5,2%	22 644,3	7,0%											
Zysk brutto		2 943,7	3 031,0	3,0%	4 282,8	41,3%	7 245,3	69,2%											
Zysk netto		2 342,2	1 963,4	-16,2%	2 342,4	19,3%	3 337,6	42,5%											
ROE		18,0%	15,1%		17,2%		22,4%		Zmiana ceny: 1m				19,0%						
P/E		16,4	19,6		16,4		11,5		Zmiana ceny: 6m				62,6%						
P/BV		3,0	3,0		2,7		2,5		Zmiana ceny: 12m				30,4%						
DPS		3,0	2,1		1,2		2,2		Min (52 tyg.)				24,4						
DYield (%)		6,7	4,7		2,8		4,9		Max (52 tyg.)				44,6						

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla PZU. Przez ostatni miesiąc kurs akcji PZU wzrósł o 22,5%. Pozytywny sentyment odzwierciedla powołanie nowego Prezesa grupy, który jest gwarantem wykonania aktualnej strategii PZU oraz oczekiwania odnośnie wyników za 1Q'17. Uważamy, że pod rządami nowego Prezesa PZU charakteryzować będzie nadal wysoka dywidenda oraz nadwyżkowy kapitał. Oczekujemy, że alokacja kapitału w aktywa bankowe zniweluje w części duże uzależnienie ubezpieczyciela

do zmiennego wyniku na działalności lokacyjnej. W odróżnieniu od sektora bankowego główne ryzyka dla PZU już się zmaterializowały. Ze względu na ponadprzeciętne ROE, dywidendę oraz niską wrażliwość na podatek, PZU przedstawia się nadal jako atrakcyjna inwestycja, pomimo znaczącego wzrostu kursu akcji w 2017 roku. Jednocześnie uważamy, że nasze obecne prognozy będą znacząco za niskie w przypadku realizacji przez ubezpieczyciela oczekiwań odnośnie 1Q'17 na poziomie 0,9 mld PLN.

Kruk
sprzedaj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:		293,85 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2017-05-08
	Cena docelowa:		219,64 PLN						
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody ogółem	611,2	783,4	28,2%	950,8	21,4%	1078,0	13,4%	Liczba akcji (mln)	18,4
Zakupy wierzytelności	563,6	724,9	28,6%	897,6	23,8%	1 021,9	13,9%	MC (cena bieżąca)	5 406,3
Inkaso	29,8	32,2	8,0%	31,3	-2,7%	31,8	1,4%	Free float	87,0%
Marża pośrednia	357,9	476,6	33,1%	532,9	11,8%	625,6	17,4%		
Zysk brutto	209,8	286,3	36,5%	303,1	5,8%	359,7	18,7%		
Zysk netto	204,3	248,7	21,7%	278,8	12,1%	316,5	13,5%		
ROE	29,8%	24,6%		21,1%		21,0%		Zmiana ceny: 1m	13,4%
P/E	24,6	21,7		19,4		17,1		Zmiana ceny: 6m	47,9%
P/BV	6,5	4,4		3,8		3,4		Zmiana ceny: 12m	56,3%
DPS	1,5	1,9		3,9		6,1		Min (52 tyg.)	184,9
DYield (%)	0,5	0,7		1,3		2,1		Max (52 tyg.)	295,6

Obniżamy naszą rekomendację redukując do sprzedaj dla Kruka. W ostatnim raporcie lekko podwyższyliśmy nasze prognozy na najbliższe lata, tak aby odzwierciedlić ostatnie inwestycje Kruka w 2016 roku na rynku włoskim oraz hiszpańskim. W 2016 roku Kruk po raz pierwszy wydał na nowe portfele 1,3 mld PLN (489 mln PLN w 2015 roku). Zakupy powinny mieć pozytywne przełożenie na wyniki w kolejnych 3 latach. Uważamy, że Kruk powinien być pośrednim beneficjentem ostatnich programów rządowych, takich jak podatek bankowy czy Rodzina 500+, ze względu na rosnącą podaż wierzytelności ze strony polskiego sektora bankowego oraz poprawiającą się zdolność polskich gospodarstw domowych do regulowania długów. Zgodnie z zapowiedzią Zarządu w 2017 roku

oczekujemy inwestycji w nowe portfele na poziomie 1 mld PLN, z czego ponad połowę na nowych rynkach. Uważamy, że dalsza ekspansja na nowe rynki jak i niskie zadłużenie Kruka powinny być gwarantem dalszego dynamicznego rozwoju Spółki. Zwrot z kapitałów powyżej 17% przez kolejne 10 lat oraz dwucyfrowa dynamika zysku netto przez najbliższe 2 lata są naszym zdaniem gwarantem premii do grupy porównawczej oraz polskiego sektora finansowego. Niemniej jednak uważamy, że obecna premia do wszystkich spółek porównawczych jest za wysoka. Ponadto uważamy, że Kruk nie powinien być notowany z premią do Intrum Justitia, ze względu na niższe ROE oraz dividend yield.

Prime Car Management
kupuj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:		31,49 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2017-01-27
	Cena docelowa:		46,43 PLN						
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody ogółem	522,5	573,3	9,7%	599,5	4,6%	637,5	6,3%	Liczba akcji (mln)	11,9
Koszty ogółem	-473,6	-527,4	11,4%	-547,1	3,8%	-579,5	5,9%	MC (cena bieżąca)	375,0
Należności leasingowe	623,7	833,4	33,6%	845,3	1,4%	909,5	7,6%	Free float	40,0%
Zysk brutto	49,0	45,9	-6,3%	52,4	14,1%	58,0	10,6%		
Zysk netto	38,7	36,2	-6,3%	41,1	13,5%	45,5	10,6%		
ROE	7,9%	7,9%		8,9%		9,5%		Zmiana ceny: 1m	4,3%
P/E	9,7	10,4		9,1		8,2		Zmiana ceny: 6m	-12,5%
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-18,9%
DPS	5,3	5,5		3,2		3,5		Min (52 tyg.)	29,0
DYield (%)	16,7	17,5		10,0		11,0		Max (52 tyg.)	40,9

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj na Prime Car Management (Grupa Masterlease) oraz cenę docelową na poziomie 46,43 PLN na akcję. W ostatnim raporcie obniżyliśmy nasze oczekiwania co do zysku netto o 4% na 2017 rok oraz o 3% na 2018, co pozycjonuje nasze prognozy o 2% poniżej średnich oczekiwań rynkowych na 2017 rok i 1% na 2018 rok. Nasze prognozy są zgodne z programem motywacyjnym przez co jesteśmy lekko bardziej pozytywni od Zarządu. Ponadto uważamy, że finalnie

Zarząd wypłaci dywidendę na poziomie zysku skonsolidowanego, a nie jednostkowego co zamierza zaproponować na WZA. Na wskaźniku 2017P P/BV 0,8x Grupa Masterlease notowana jest z 60% dyskontem do grupy porównawczej. Podtrzymujemy nasz pogląd, iż dyskonto na P/BV powinno się znacząco zawęzić ze względu na najwyższą dywidendę (dividend yield na poziomie 9-11%) w sektorze oraz bardzo silną pozycję na rynku lokalnym (#2).

Skarbiec Holding										kupuj									
Analityk: Michał Konarski				Cena bieżąca:		30,75 PLN								Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27			
				Cena docelowa:		46,28 PLN													
(mln PLN)		14/15	15/16P	zmiana	16/17P	zmiana	17/18P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)										
Wynagrodzenie stałe		67,1	67,4	0,4%	74,8	11,1%	82,5	10,2%	Liczba akcji (mln)		6,8								
Wynagrodzenie zmienne		1,8	13,8	685,2%	15,1	9,1%	16,3	8,4%	MC (cena bieżąca)		209,8								
Przychody ogółem		75,4	86,6	14,9%	96,5	11,4%	105,6	9,4%	Free float		25,4%								
Koszty ogółem		-60,1	-58,4	-2,8%	-63,3	8,4%	-67,5	6,7%											
Zysk brutto		16,2	28,7	77,1%	33,6	17,1%	38,5	14,6%											
Zysk netto		13,0	23,2	78,8%	27,2	17,1%	31,1	14,6%											
ROE		13,9%	25,9%		30,0%		33,6%		Zmiana ceny: 1m		0,8%								
P/E		16,1	9,0		7,7		6,7		Zmiana ceny: 6m		-12,1%								
P/BV		2,3	2,3		2,3		2,2		Zmiana ceny: 12m		-0,7%								
DPS		3,1	3,4		3,7		4,3		Min (52 tyg.)		25,8								
DYield (%)		10,1	11,0		12,0		13,9		Max (52 tyg.)		35,0								

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj (cena docelową na poziomie 46,28 PLN/akcję). Skarbiec Holding (Skarbiec) jest akcjonariuszem wiodącego towarzystwa funduszy inwestycyjnych – Skarbiec TFI. Oczekujemy, że sentyment do Skarbca zostanie znacząco wsparty przez bardzo dobre wyniki w 1Q'17. Skarbiec powinien zanotować znaczący wzrost przychodów z opłaty stałej dzięki wzrostowi wysokomarżowych aktywów pod zarządzaniem. Dodatkowo oczekujemy, że Spółka zanotuje znaczący wzrost opłaty zmiennej (success fee) do poziomu

9 mln PLN, co zabezpieczy wskaźnik dividend yield w 2018 roku. Finalnie oczekujemy, że rekomendacja KNF odnośnie górnego limitu opłaty za zarządzanie funduszami zostanie znacząco złagodzona przez Ministerstwo Finansów, które do tej pory oczekiwało samoregulacji rynku. Na wskaźniku 2017 P/E 7,7x Skarbiec Holding notowany jest z głębokim dyskontem do średniej rynkowej. Uważamy, iż pewne dyskonto jest zasadne ze względu na strukturę przychodów w bardzo dużej mierze zależnej od success fee, ale obecny poziom dyskonta jest zbyt wysoki.

Paliwa, chemia

Ciech										trzymaj	
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		78,54 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-03-24	
		Cena docelowa:		82,00 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	3 273,0	3 455,3	5,6%	3 658,0	5,9%	3 651,3	-0,2%	Liczba akcji (mln)	52,7		
EBITDA	707,5	883,8	24,9%	763,3	-13,6%	655,0	-14,2%	MC (cena bieżąca)	4 139,1		
marża EBITDA	21,6%	25,6%		20,9%		17,9%		EV (cena bieżąca)	5 356,2		
EBIT	489,8	660,3	34,8%	504,0	-23,7%	400,3	-20,6%	Free float	33,0%		
Zysk netto	343,0	593,5	73,0%	357,1	-39,8%	278,0	-22,1%				
P/E	12,1	7,0		11,6		14,9		Zmiana ceny: 1m	-0,6%		
P/BV	3,1	2,3		2,2		2,1		Zmiana ceny: 6m	23,9%		
EV/EBITDA	7,8	5,9		7,0		7,9		Zmiana ceny: 12m	13,5%		
DPS	0,00	2,85		3,50		3,73		Min (52 tyg.)	50,1		
DYield (%)	0,0	3,6		4,5		4,7		Max (52 tyg.)	82,7		

W 4Q'16 oraz 1Q'17 europejski rynek sody był beneficjentem spadających wolumenów eksportowych z Chin oraz dynamicznych wzrostów cen w Azji. Odbudowanie zapasów w Chinach w sektorze Automotive oraz chęć chłodzenia przez Bank Centralny rynku nieruchomości mogą naszym zdaniem wpłynąć na lokalną korektę cen sody w Azji w perspektywie 2Q'17. Po wzroście eksportu sody z Chin w II'17 (+9% r/r), w kolejnym miesiącu III'17 wolumen spadł o 8%

r/r (powrót do spadkowej tendencji). W 1Q'17 oczekujemy, że Grupa Ciech pogorszy r/r wyniki z uwagi na rosnące koszty surowców energetycznych (węgiel energetyczny, węgiel koksujący, gaz ziemny). Będzie to jednocześnie pierwszy od kilku kwartałów spadek rezultatów, co naszym zdaniem negatywnie może wpływać na sentyment do Spółki w maju. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Ciech.

Grupa Azoty									trzymaj		
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		68,41 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-26	
		Cena docelowa:		73,90 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	10 024,4	9 096,8	-9,3%	9 555,5	5,0%	9 892,9	3,5%	Liczba akcji (mln)		99,2	
EBITDA	1 309,3	1 008,4	-23,0%	1 148,6	13,9%	1 246,1	8,5%	MC (cena bieżąca)		6 786,0	
marża EBITDA	13,1%	11,1%		12,0%		12,6%		EV (cena bieżąca)		8 558,1	
EBIT	830,0	495,0	-40,4%	622,4	25,7%	668,5	7,4%	Free float		22,9%	
Zysk netto	609,5	354,0	-41,9%	427,4	20,7%	446,6	4,5%				
P/E	11,1	19,2		15,9		15,2		Zmiana ceny: 1m		-2,2%	
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 6m		20,0%	
EV/EBITDA	5,7	7,9		7,5		7,0		Zmiana ceny: 12m		-16,2%	
DPS	0,00	0,84		1,10		2,59		Max (52 tyg.)		51,8	
DYield (%)	0,0	1,2		1,6		3,8		Min (52 tyg.)		83,5	

Na początku 2017 roku cenom nawozów saletranych pomagało ograniczenie eksportu z Chin, co wynikało ze wzrostów cen węgla energetycznego i w efekcie spadku rentowności produkcji chińskich producentów. Eksport nawozów syntetycznych z Chin wyraźnie odbił w II'17 (+48,9% r/r), ale patrząc na dane z III'17 był to tylko krótkotrwały wyjątek. Negatywnie na spółki nawozowe wpływa wzrost cen gazu ziemnego (dla Grupy Azoty +14% Q/Q w 4Q'16 oraz około +10% Q/Q w 1Q'17). Oczekujemy, że wynik EBITDA Grupy Azoty w 1Q'17 nadal znajdować będzie się pod presją

(-16% r/r). Według naszych prognoz obserwowane odbicie na cenach nawozów może natomiast przełożyć się na przełamanie negatywnej dynamiki spadku rezultatów począwszy od 2Q'17. Przy okazji publikacji rezultatów za 1Q'17 Grupa może przedstawić aktualizację strategii na najbliższe lata i zrewidować (naszym zdaniem) w górę wartość programu inwestycyjnego. To z kolei powinno ciążyć na wycenie Grupy w maju. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Azoty.

Lotos sprzedaj								
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 59,32 PLN		Cena docelowa: 36,27 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-03-01		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	22 709,4	20 931,0	-7,8%	25 999,2	24,2%	31 967,6	23,0%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	1 138,0	2 922,6	156,8%	1 893,7	-35,2%	2 493,8	31,7%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	5,0%	14,0%		7,3%		7,8%		EV (cena bieżąca)
EBIT	423,4	1 854,7	338,0%	890,9	-52,0%	1 496,7	68,0%	Free float
Zysk netto	-263,3	1 015,2		589,8	-41,9%	755,4	28,1%	
P/E		10,8		18,6		14,5		Zmiana ceny: 1m
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	14,6	5,4		8,8		6,6		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,00	0,00		0,00		0,00		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

Kurs Lotosu zareagował entuzjastycznie na wyniki 1Q'17, mimo że oczyszczony strumień EBITDA LIFO był tylko nieznacznie wyższy od rynkowego konsensusu, co odzwierciedlało pozytywny sentyment na akcjach koncernu, które YTD wzrosły już o 55%. Tymczasem naszym zdaniem rynek wyciągnął zbyt pochopne wnioski raportu za 1Q w kontekście całkowitych kosztów przestoju remontowego w 2Q (ograniczona możliwość zaksięgowania marży rafinerijnej na zgromadzonych zapasach) i błędnie ekstrapoluje mocne wyniki segmentu wydobywczego na kolejne okresy. Podobnie jak w przypadku Orlenu, wycena Lotosu (EV) dyskontuje utrzymanie w długim terminie EBITDA LIFO na poziomie 3 mld PLN, co dotychczas nie było osiągalne dla Spółki (przypominamy, że około 20% EBITDA Grupy generuje upstream norweski,

który powinien być wyceniany przy wskaźniku EV/EBITDA~2x z uwagi na wysoką stopę podatkową, którą Lotos ze względu na kończącą się tarczę podatkową zacznie płacić już od przyszłego roku). Naszym zdaniem wynika to z przesadzonych szacunków wpływu ograniczenia szarej strefy na premię lądową i optymistycznych założeń, co do kształtowania się modelowej marży na przerobie. My podtrzymujemy bardziej konserwatywne założenia makro na drugą połowę roku i dlatego na razie nie widzimy podstaw do istotnego podniesienia rocznych prognoz, mimo wykonania YTD na poziomie 36% i utrzymujemy negatywną rekomendację. Zwracamy też uwagę na mocne odchylenie kursu Lotosu od szerokiej grupy porównawczej na przestrzeni ostatnich kwartałów.

MOL redukuj								
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 21 900 HUF		Cena docelowa: 18 970 HUF		Data ostatniej aktualizacji: 2016-12-20		
(mld HUF)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	4 102,6	3 578,3	-12,8%	4 375,6	22,3%	5 002,4	14,3%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	647,5	623,4	-3,7%	579,2	-7,1%	640,7	10,6%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	15,8%	17,4%		13,2%		12,8%		EV (cena bieżąca)
EBIT	-216,0	307,9		275,3	-10,6%	309,8	12,5%	Free float
Zysk netto	-256,6	263,5		171,4	-35,0%	202,3	18,0%	
P/E		8,5		13,1		11,1		Zmiana ceny: 1m
P/BV	1,5	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	4,8	5,1		5,5		4,9		Zmiana ceny: 12m
DPS	485,49	536,96		563,81		592,00		Min (52 tyg.)
DYield (%)	2,2	2,5		2,6		2,7		Max (52 tyg.)

W ostatnim miesiącu kurs MOL-a, podobnie jak PKN i LTS, rósł w oczekiwaniu na dobre wyniki 1Q'17. Raport kwartalny rzeczywiście pozytywnie zaskoczył konsensus, ale odchylenie nie było znaczące (+8% na CCS EBITDA) i teraz przy osłabieniu notowań ropy może brakować wsparcia dla węgierskiego koncernu. Wykonanie rocznej prognozy rynkowej na poziomie EBITDA wynosi co prawda 30% (wykonanie naszej prognozy CCS EBITDA to 32%), ale zwracamy uwagę, że 1Q wsparły wyższe ceny węglowodorów (upstream i efekt LIFO w obszarze downstream), rekordowe marże na butadienie (w 2Q już się normalizują) i mocne wolumeny w segmencie gazowym. Nadal zakładamy pogorszenie makro w

2H'17, zarówno jeśli chodzi o segment rafinerijny (presja na crack benzynowy przy słabnącym popycie w USA i rosnącej podaży z rafinerii oraz spadek dyferencjału Ural/Brent) jak i petrochemiczny (nowe instalacje uruchamiane w USA i na Bliskim Wschodzie). Wycena MOL-a nie jest obecnie tak wygórowana jak to ma miejsce w przypadku polskich rafinerii, gdzie rynek zdaje się dyskontować powtarzalność rekordowych zysków w kolejnych latach, ale biorąc pod uwagę wrażliwość wyników obszaru downstream na makro i 37% udział segmentu E&P, wskaźnik EV/CCS EBITDA'17 na poziomie 5,5x uważamy za mało atrakcyjny. Pozostawiamy rekomendację redukuj bez zmian.

PGNiG
kupuj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		6,42 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-02-27	
		Cena docelowa:		7,25 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	36 464,0	33 196,0	-9,0%	35 905,5	8,2%	39 913,0	11,2%	Liczba akcji (mln)	5 778,3		
EBITDA	6 080,0	5 974,0	-1,7%	7 131,8	19,4%	8 159,3	14,4%	MC (cena bieżąca)	37 096,8		
marża EBITDA	16,7%	18,0%		19,9%		20,4%		EV (cena bieżąca)	36 038,4		
EBIT	3 290,0	3 360,0	2,1%	4 477,8	33,3%	5 498,5	22,8%	Free float	27,6%		
Zysk netto	2 134,0	2 351,0	10,2%	3 080,7	31,0%	3 785,2	22,9%				
P/E	17,7	15,8		12,0		9,8		Zmiana ceny: 1m	6,8%		
P/BV	1,2	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 6m	31,3%		
EV/EBITDA	6,3	6,3		5,1		4,3		Zmiana ceny: 12m	32,1%		
DPS	0,20	0,18		0,24		0,32		Min (52 tyg.)	4,6		
DYield (%)	3,1	2,8		3,8		5,0		Max (52 tyg.)	6,8		

Spadek cen notowań gazu i ropy z ostatnich tygodni odcisnął swe piętno na notowaniach PGN w ostatni piątek. Przy 36% udziale segmentu wydobywczego w EBITDA Grupy i perspektywie liberalizacji rynku gazu, a co za tym idzie pełnej utylizacji marży wydobywczej na gazie krajowym wrażliwość Spółki na ceny węglowodorów jest niezaprzeczalna. Uważamy jednak, że negatywne tendencje na surowcach energetycznych mają krótkoterminowy charakter (słaby dolar, zbyt agresywne założenia dotyczące inwestycji w amerykańskim sektorze łupkowym, ograniczenie spekulacyjnych pozycji na Nymex) i ich dyskutowanie w kursie PGNiG jest przedwczesne, szczególnie że w tym roku ewentualne niższe ceny ropy powinny być skompensowane lepszymi wynikami na segmencie obrotu. Oczekujemy, że wyniki 1Q'17 powinny stać się pozytywnym katalizatorem dla kursu (wysoka marża w

obrocie, wzrost przychodów w segmencie upstream) i dać sygnał do podwyższenia rynkowego konsensusu (nasza prognoza EBITDA 7,1 mld PLN vs. konsensus 6,5 mld PLN). W średnim terminie naszą pozytywną rekomendację opieramy na perspektywie liberalizacji polskiego rynku gazu, która pozwoli na generowanie wysokich powtarzalnych zysków w segmencie obrotu już od 2018 roku (oprócz zysków na magazynowaniu rzędu 0,4 mld PLN pojawi się tam marża detaliczna, która w zależności od przyjętego wariantu może sięgać od 0,5 mld PLN do nawet 1 mld PLN). Dodatkowo wyniki PGNiG będą wspierane przez upowszechnienie obowiązku magazynowego i socjalizację kosztów terminala. W naszych prognozach nie uwzględniamy żadnych zysków na tradingu, ani rozpoznania wspomnianej marży wydobywczej na gazie krajowym (ukrytej aktualnie w obrocie).

PKN Orlen
sprzedaj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 118,50 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2016-12-20
		Cena docelowa: 66,13 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	88 336,0	79 553,0	-9,9%	112 653,8	41,6%	130 158,5	15,5%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	6 235,0	9 642,0	54,6%	6 947,7	-27,9%	6 722,5	-3,2%	MC (cena bieżąca)	50 683,5
marża EBITDA	7,1%	12,1%		6,2%		5,2%		EV (cena bieżąca)	60 278,4
EBIT	4 340,0	7 532,0	73,5%	4 505,9	-40,2%	3 769,5	-16,3%	Free float	67,6%
Zysk netto	2 837,0	5 261,0	85,4%	3 468,3	-34,1%	2 709,9	-21,9%		
P/E	17,9	9,6		14,6		18,7		Zmiana ceny: 1m	14,1%
P/BV	2,3	1,9		1,8		1,7		Zmiana ceny: 6m	59,9%
EV/EBITDA	9,6	5,9		8,7		9,5		Zmiana ceny: 12m	78,0%
DPS	1,65	2,00		2,40		2,88		Min (52 tyg.)	62,2
DYield (%)	1,4	1,7		2,0		2,4		Max (52 tyg.)	121,6

Wysokie marże rafineryjne i oczekiwania mocnych wyników za 1Q'17 pozwoliły w kwietniu na wywindowanie notowań Orlenu na kolejne historyczne szczyty. Aktualna wycena koncernu dyskontuje utrzymanie w długim terminie rekordowych wyników powyżej 10 mld PLN EBITDA LIFO i zdaje się kompletnie ignorować cykliczność branży rafineryjnej i perspektywę największych od dekady uruchomień nowych mocy petrochemicznych w USA i na Bliskim Wschodzie. Nie zostawia żadnego marginesu na negatywne zaskoczenia na poziomie modelowych marż, które w ostatnich tygodniach znowu zaczęły słabnąć mimo spadku cen ropy. Zwracamy uwagę, że dyferencjał Ural/Brent również reaguje już na zapowiedź zmniejszonych dostaw ropy rosyjskiej na Morzu Bałtyckim (zszedł do 1,4 USD/Bbl), co przy mocniejszym dolarze istotnie obniżyło benchmark zyskowności przerobu. Nadal podtrzymujemy nasz

negatywny scenariusz dla sektora rafineryjnego i dlatego „upieramy” się przy rekomendacji sprzedaj dla Orlenu. Zakładamy powrót cen ropy w okolice 60 USD/Bbl („wyczyszczenie” sytuacji na pozycjach spekulacyjnych, osłabienie dolara, utrzymujący się deficyt na rynku i dyscyplina członków OPEC), co będzie wywierać presję na rentowność przerobu (powrót rafinerii rosyjskich na rynek, pogorszenie cracku na HSF0, wzrost zapasów związany z rosnącą podażą paliw). Póki co inwestorzy nie zareagowali jeszcze na słabsze odczyty dotyczące rynku benzyny w USA, ani na osłabienie rekordowych marż na aromatach. Wyniki segmentu rafineryjnego za 1Q również mogą być sygnałem ostrzegawczym w kontekście powszechnej opinii o „zbawiennym” dla branży wpływie ograniczenia szarej strefy, co jest szczególnie ważne w kontekście mocnego odchylenia kursu Orlenu od szerokiej grupy porównawczej.

Polwax		kupuj						
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		15,19 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		25,95 PLN		2017-01-13		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	280,7	294,6	5,0%	310,8	5,5%	314,2	1,1%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	34,2	31,0	-9,5%	35,7	15,1%	36,0	1,1%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	12,2%	10,5%		11,5%		11,5%		EV (cena bieżąca)
EBIT	30,0	26,4	-12,0%	31,0	17,5%	31,3	1,0%	Free float
Zysk netto	23,8	20,9	-12,4%	24,5	17,2%	24,0	-1,9%	
P/E	6,5	7,5		6,4		6,5		Zmiana ceny: 1m
P/BV	2,0	1,7		1,5		1,2		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	5,4	5,9		5,5		6,4		Zmiana ceny: 12m
DPS	1,22	1,06		0,68		0,48		Min (52 tyg.)
DYield (%)	8,0	7,0		4,5		3,1		Max (52 tyg.)

W kwietniu kurs Polwaxu nadal odstawał dość wyraźnie od szerokiego rynku, co oczywiście jest pochodną wcześniejszej rewizji budżetu inwestycyjnego projektu Future oraz jednoznacznego komunikatu dotyczącego zawieszenia polityki dywidendowej (potwierdziły się nasze wstępne kalkulacje dotyczące potencjału bilansu i FCF przy wyższym poziomie CAPEX). Na razie Zarządowi nie udało się przekonać inwestorów, iż instalacja odolejania wygeneruje dodatnie NPV, mimo tak znacznego wzrostu kosztów (+30%). Przypominamy, że w naszym modelu zakładaliśmy w wariancie bazowym około 2 PLN/akcję dodatkowej wartości z projektu Future (20 mln PLN). Wzrost nakładów o 36 mln PLN implikuje więc ujemne NPV. Nasze założenia, co do przychodów i rentowności plasowały się jednak w okolicy dolnych przedziałów oczekiwań Zarządu. Jeśli przyjęlibyśmy optymistyczny wariant 40%

wzrostu przychodów i 60% wzrostu EBITDA (nasze szacunki odpowiednio 30% i 42%), to wartość NPV projektu przy uwzględnieniu wzrostu CAPEX o 36 mln PLN wynosiłaby 27 mln PLN (2,6 PLN/akcję). Naszym zdaniem kwestię tę trudno będzie rozstrzygnąć na tym etapie projektu, gdyż przy tak niszowym produkcie ciężko zweryfikować chłonność rynku na te wyroby i ich cenę. W tym kontekście w średnim terminie istotniejsze dla notowań Spółki będą bieżące wyniki finansowe. Oczekujemy, że w 1Q'17 Polwax będzie w stanie wygenerować już dodatnie dynamiki w ujęciu r/r z uwagi na wzrost cen parafin na rynku (wsad kupowany w kontraktach w takich warunkach jest tańszy od cen spotowych). W kolejnych okresach trend poprawy marż powinien być kontynuowany. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, ale zwracamy uwagę, że nasze prognozy dywidend na najbliższe lata nie są już aktualne.

Synthos		sprzedaj						
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		5,45 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		3,72 PLN		2017-01-17		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	4 058,0	4 755,0	17,2%	6 797,3	43,0%	7 251,6	6,7%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	617,0	662,0	7,3%	930,9	40,6%	789,0	-15,2%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	15,2%	13,9%		13,7%		10,9%		EV (cena bieżąca)
EBIT	450,0	451,0	0,2%	656,6	45,6%	516,2	-21,4%	Free float
Zysk netto	426,0	278,0	-34,7%	480,5	72,8%	365,2	-24,0%	
P/E	16,9	25,9		15,0		19,7		Zmiana ceny: 1m
P/BV	3,1	3,7		3,2		3,2		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	12,8	13,1		9,4		11,3		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,25	0,53		0,17		0,25		Min (52 tyg.)
DYield (%)	4,6	9,7		3,1		4,7		Max (52 tyg.)

Import kauczuków naturalnych do Chin w II'17 wyniósł 310 tys. ton i piąty miesiąc z rzędu był wyraźnie wyższy r/r. Dynamika wzrostu wolumenu importu kauczuków naturalnych w III'17 wyniosła 7% r/r. Wysokie wzrosty wolumenów eksportu kauczuków do Chin notują Indonezja i Malezja, a import z Tajlandii odbija się. Wysoki import kauczuków wpływa na wzrost zapasów w chińskich portach. W przypadku kauczuków syntetycznych zapasy w największym chińskim porcie Quigdao wzrosły do poziomu 51,5 tys.

ton (najwyższy poziom od 2013 roku). Spadki cen kauczuków w ostatnim miesiącu przyspieszyły korektę cen butadienu w Azji i Europie. Naszym zdaniem ogłoszone ograniczenie eksportu kauczuków naturalnych przez Malezję, Indonezję i Tajlandię powinno przełożyć się na stabilizację cen butadienu w maju. Synthos pozytywnie zaskoczył wynikami za 1Q'17. Warto zauważyć jednak, że otoczenie dla Spółki wyraźnie pogorszyło się w 2Q'17. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj dla Grupy Synthos.

Energetyka

CEZ		akumuluj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 429,50 CZK						Data ostatniej aktualizacji: 2017-03-01	
		Cena docelowa: 496,80 CZK							
(mln CZK)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln CZK)	
Przychody	210 167,0	203 744,0	-3,1%	199 994,0	-1,8%	204 647,7	2,3%	Liczba akcji (mln)	538,0
EBITDA	65 265,0	58 206,0	-10,8%	55 429,2	-4,8%	56 611,8	2,1%	MC (cena bieżąca)	231 066,6
marża EBITDA	31,1%	28,6%		27,7%		27,7%		EV (cena bieżąca)	371 314,4
EBIT	28 961,0	26 114,0	-9,8%	25 572,4	-2,1%	26 547,7	3,8%	Free float	29,5%
Zysk netto	20 739,0	14 281,0	-31,1%	16 014,8	12,1%	16 532,7	3,2%		
P/E	11,1	16,2		14,4		14,0		Zmiana ceny: 1m	-0,2%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 6m	-5,5%
EV/EBITDA	5,6	6,7		6,7		6,5		Zmiana ceny: 12m	-2,4%
DPS	39,61	40,00		28,01		23,81		Min (52 tyg.)	394,0
DYield (%)	9,2	9,3		6,5		5,5		Max (52 tyg.)	470,9

W kwietniu ceny energii na rynku niemieckim spadły znów poniżej 30 EUR/MWh, na co wpływała zarówno słabość uprawnień do emisji jak i korekta na rynku surowców, przede wszystkim węgla. Akcje CEZ-u, podobnie jak indeks branżowy MSCI Europe Utilities, zachowywały się więc wyraźnie gorzej od szerokiego rynku. Wysoki DYield (ponad 7%) powinien naszym zdaniem wspierać kurs w kolejnych miesiącach. Oczekujemy również, że wykonanie rocznej prognozy Zarządu po 1Q'17 (szacujemy je na 35%) będzie pozytywnym sygnałem dla rynku, szczególnie że w naszych szacunkach nie uwzględniamy zaległych płatności od SZDC (1,2 mld CZK). Zwracamy uwagę, że

sprzedaż akcji MOL-a wzmacnia podstawę do wypłaty dywidendy w przyszłym roku o 3,4 mld CZK. Nadal podtrzymujemy nasz bardziej optymistyczny scenariusz dla cen surowców, co będzie wspierać notowania energii na rok 2018 i poprawi perspektywę dla wyników CEZ w kolejnych latach (oprócz cen stałych kosztach). Spółka powinna też domknąć aktualne odchylenie notowań CEZ od indeksu branżowego MSCI, które YTD przekracza obecnie 6 punktów procentowych. Rekomendacja akumuluj pozostaje bez zmian.

Enea		sprzedaj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 11,85 PLN						Data ostatniej aktualizacji: 2017-03-01	
		Cena docelowa: 8,81 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	9 848,4	11 255,7	14,3%	10 174,6	-9,6%	10 825,2	6,4%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	2 129,9	2 327,8	9,3%	2 178,4	-6,4%	2 604,7	19,6%	MC (cena bieżąca)	5 231,1
marża EBITDA	21,6%	20,7%		21,4%		24,1%		EV (cena bieżąca)	10 753,6
EBIT	-162,1	1 119,3		1 039,7	-7,1%	1 315,0	26,5%	Free float	48,5%
Zysk netto	-434,9	784,4		688,2	-12,3%	804,9	17,0%		
P/E		6,7		7,6		6,5		Zmiana ceny: 1m	3,9%
P/BV	0,5	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 6m	14,2%
EV/EBITDA	4,7	4,5		4,9		4,0		Zmiana ceny: 12m	4,4%
DPS	0,47	0,00		0,00		0,00		Min (52 tyg.)	8,4
DYield (%)	4,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	12,2

W kwietniu notowania Enei odstawały od szerokiego rynku, ale Spółka jako jedyna z sektora nie publikowała jeszcze wstępnych danych za 1Q'17. Ewentualnym źródłem zaskoczenia może być segment obrotu, gdzie Spółka wypowiedziała ostatnio część długoterminowych umów na zakup certyfikatów po cenach znacznie wyższych od rynkowych. Ciekawą informacją może być wynik nabytych aktywów Engie, aczkolwiek zwracamy uwagę, że były one konsolidowane tylko przez 2 tygodnie marca, co utrudni ekstrapolowanie tych zysków na cały kwartał czy rok. W przypadku Enei istotniejszy od samego rachunku zysków i strat jest jednak profil przepływów pieniężnych w najbliższych latach, który biorąc pod

uwagę zapowiedziane wysokie nakłady inwestycyjne i przejęcia, nie prezentuje się zbyt okazale. Według naszych szacunków po uwzględnieniu FCF'17, płatności za akwizycję Engie Polska oraz udział w ratowaniu PGG/KHW (0,3 mld PLN) wskaźnik długu netto do EBITDA wzrośnie na koniec tego roku do 2,5-2,6x. Jeśli uwzględnimy fakt, że Enea pozostaje członkiem konsorcjum ofertującego na EDF Polska (około 1 mld PLN przypadający na 20% udział Enei) decyzja o dywidendzie wydaje się trochę niezrozumiała (wyniki EDF Polska zgodnie z ostatnim komunikatem będą na poziomie EBITDA konsolidowane w PGE). Utrzymujemy naszą negatywną rekomendację.

Energia		trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		9,80 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27	
		Cena docelowa:		9,20 PLN					
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	10 804,0	10 181,0	-5,8%	10 628,9	4,4%	10 872,0	2,3%	Liczba akcji (mln)	414,1
EBITDA	2 196,0	2 027,0	-7,7%	1 924,1	-5,1%	1 970,9	2,4%	MC (cena bieżąca)	4 057,9
marża EBITDA	20,3%	19,9%		18,1%		18,1%		EV (cena bieżąca)	8 730,4
EBIT	1 280,0	487,0	-62,0%	1 004,6	106,3%	1 048,0	4,3%	Free float	50,0%
Zysk netto	832,0	151,0	-81,9%	507,8	236,3%	546,7	7,7%		
P/E	4,9	26,9		8,0		7,4		Zmiana ceny: 1m	-2,2%
P/BV	0,5	0,5		0,4		0,4		Zmiana ceny: 6m	26,5%
EV/EBITDA	3,6	4,3		4,5		4,5		Zmiana ceny: 12m	-12,5%
DPS	1,44	0,49		0,24		0,24		Min (52 tyg.)	7,0
DYield (%)	14,7	5,0		2,5		2,5		Max (52 tyg.)	11,4

Opublikowane przez Spółkę wstępne wyniki za 1Q'17 potwierdziły wcześniejsze komentarze Zarządu, iż w tym roku należy oczekiwać spadku EBITDA r/r. Naszym zdaniem rynkowy konsensus na poziomie 2 mld PLN może być zawyżony o około 0,15 mld PLN. Dobry wynik dystrybucji w 1Q'17 ma w dużym stopniu charakter jednorazowy (przesunięcie kosztów remontowych, wysoki wolumen z korzystnym rozkładem po segmentach odbiorców), a z kolei słabsze rezultaty wytwarzania (niskie ceny certyfikatów) i obrotu (koszty umów długoterminowych na odbiór świadectw pochodzenia z wiatraków) powtórzą się w kolejnych okresach. Wydaje się również, że dość jednoznaczny komentarz Zarządu dotyczący dywidendy oraz sygnalizowany

poziom CAPEX'2017 na poziomie 1,7 mld PLN (+12% r/r) przedstawione przy publikacji wyników rocznych na dłużej osłabiły sentyment do Spółki. Nadal uważamy, że Energia ze względu na stan bilansu jest w mniejszym stopniu narażona na nowe duże inwestycje w konwencjonalne źródła wytwórcze, ale nie oznacza to, że nowy Zarząd będzie chciał odbudowywać profil inwestycyjny Energi jako generatora FCF i transferu tych nadwyżek do akcjonariuszy w przyszłości po zakończeniu procesu budowy nowego bloku w Ostrołęce. Spółka nie daje też ekspozycji na prawdopodobny scenariusz wzrostu cen węgla na polskim rynku w 2018 roku. W tym kontekście utrzymujemy neutralną rekomendację.

PGE		trzymaj									
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		11,48 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-10-04	
		Cena docelowa:		10,63 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	28 542,0	28 092,0	-1,6%	28 821,6	2,6%	29 814,7	3,4%	Liczba akcji (mln)	1 869,8		
EBITDA	8 228,0	7 376,0	-10,4%	5 949,7	-19,3%	6 311,3	6,1%	MC (cena bieżąca)	21 465,1		
marża EBITDA	28,8%	26,3%		20,6%		21,2%		EV (cena bieżąca)	31 149,5		
EBIT	-3 589,0	3 512,0		3 236,6	-7,8%	3 470,8	7,2%	Free float	38,1%		
Zysk netto	-3 032,0	2 568,0		2 270,8	-11,6%	2 397,2	5,6%				
P/E		8,4		9,5		9,0		Zmiana ceny: 1m	2,2%		
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 6m	11,7%		
EV/EBITDA	2,9	3,6		5,2		5,2		Zmiana ceny: 12m	-11,4%		
DPS	0,78	0,25		0,24		0,30		Min (52 tyg.)	9,1		
DYield (%)	6,8	2,2		2,1		2,6		Max (52 tyg.)	13,9		

Komunikat o bardzo dobrych wynikach za 1Q'17 został praktycznie zignorowany przez rynek, co jest dość zaskakujące, gdyż dotychczas wydawało się, że roczny konsensus jest już dość wygórowany, a tymczasem realne jest jego przebicie (wykonanie po pierwszym kwartale to 30%). Oczywiście nie można przekładać 1:1 mocnych rezultatów dystrybucji (wolumen spowodowany pogodą, dodatkowo wynik wzmocniły doszacowania bilansowe) i obrotu (baza odniesienia dla kosztów kolorowania będzie spadała) na kolejne kwartały, niemniej jednak perspektywy po danych 1Q'17 wyglądają lepiej niż można było zakładać. Brak reakcji na dobre wyniki prawdopodobnie wiąże się z obawami o finalizację przejęcia EDF Polska (rząd wielkości transakcji to 5-6 mld PLN, w tym udział PGE

to 60%), które może wiązać się z brakiem wypłaty dywidendy, szczególnie jeśli potwierdzą się prasowe spekulacje o możliwym wycofaniu z konsorcjum Energi (udział 20%). W średnim terminie kluczową kwestią są ceny węgla na rok 2018 i oczekiwana przez nas podwyżka cen energii na polskim rynku po finalizacji przejęcia EDF i połączeniu PGG/KHW. Na razie na rynku jest pod tym względem sporo niepewności i rynek czeka na katalizator (np. ewentualne opóźnienie w kontraktacji Kozienic lub CCGT w Płocku), choć warto odnotować że na przestrzeni miesiąca kontrakt roczny podrożał o 2-3 PLN/MWh, mimo negatywnych tendencji na CO₂. Rekomendacja trzymaj pozostaje bez zmian.

Tauron										trzymaj		
Analitik: Kamil Kliszc			Cena bieżąca:		3,32 PLN			Data ostatniej aktualizacji:			2017-04-05	
			Cena docelowa:		3,03 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)				
Przychody	18 375,2	17 646,5	-4,0%	17 757,2	0,6%	18 211,2	2,6%	Liczba akcji (mln)		1 752,5		
EBITDA	3 523,3	3 337,3	-5,3%	3 405,6	2,0%	3 482,5	2,3%	MC (cena bieżąca)		5 818,5		
marża EBITDA	19,2%	18,9%		19,2%		19,1%		EV (cena bieżąca)		16 586,3		
EBIT	-1 901,1	801,5		1 619,7	102,1%	1 697,1	4,8%	Free float		54,5%		
Zysk netto	-1 807,3	367,5		987,9	168,8%	1 027,3	4,0%					
P/E		15,8		5,9		5,7		Zmiana ceny: 1m		-0,6%		
P/BV	0,4	0,4		0,3		0,3		Zmiana ceny: 6m		30,2%		
EV/EBITDA	3,9	4,3		4,9		5,1		Zmiana ceny: 12m		13,3%		
DPS	0,15	0,00		0,00		0,00		Min (52 tyg.)		2,4		
DYield (%)	4,5	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		3,4		

Dobre wyniki za 1Q'17 powinny stanowić wsparcie dla kursu Tauronu również w kolejnych tygodniach, gdyż naszym zdaniem pozytywne zaskoczenia na segmencie obrotu i wytwarzania stanowią pozytywne prognozy również na kolejne okresy, w których dodatkowo liczymy na wyraźną poprawę w obszarze wydobywczym (w 1Q'17 wyniki kopalni były zainfekowane przezbrajaniem ścian i związanym z tym niskim wolumenem). Aktualnie wykonanie rocznej prognozy konsensusu na poziomie EBITDA wynosi 30% i widzimy potencjał do podniesienia tych prognoz o około 5%. Dane za 1Q jasno pokazują również, że konsensus standardowo jest zbyt agresywny w

prognozach długu netto Spółki, który na koniec marca wynosił tylko 8,4 mld PLN vs prognozy analityków na poziomie 10,4 mld PLN na koniec roku. Nadal kluczową kwestią w kontekście roku 2018 pozostają kwotowania dla śląskiego węgla i ich przełożenie na ceny energii, nie tylko z punktu widzenia rentowności wytwarzania, ale również segmentu obrotu, gdzie Tauron ma krótką pozycję, którą przy obecnej płynności na giełdzie może być trudno domknąć po atrakcyjnej cenie. Po marcowych wzrostach zamknęliśmy pozytywną rekomendację dla akcji koncernu i na razie utrzymujemy neutralne zalecenie.

Telekomunikacja, Media, IT

Netia		akumuluj									
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		4,52 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		4,90 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 572,2	1 522,0	-3,2%	1 444,7	-5,1%	1 404,7	-2,8%	Liczba akcji (mln)		338,9	
EBITDA	449,0	426,4	-5,0%	390,4	-8,5%	370,5	-5,1%	MC (cena bieżąca)		1 532,0	
marża EBITDA	28,6%	28,0%		27,0%		26,4%		EV (cena bieżąca)		1 806,2	
EBIT	27,9	25,2	-9,6%	12,3	-51,2%	14,0	13,4%	Free float		100,0%	
Zysk netto	2,2	32,7	1376,1%	1,5	-95,3%	1,3	-14,6%				
P/E	711,3	46,9		1 000,1		1 171,1		Zmiana ceny: 1m		-1,1%	
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,9		Zmiana ceny: 6m		-0,9%	
EV/EBITDA	4,1	4,1		4,6		5,0		Zmiana ceny: 12m		-8,5%	
DPS	0,60	0,48		0,20		0,20		Min (52 tyg.)		4,1	
DYield (%)	13,3	10,5		4,4		4,4		Max (52 tyg.)		5,1	

Netia zaraportowała wyniki za 1Q'17 lekko powyżej oczekiwań rynku, a uchwalona dywidenda na kwietniowym WZ, tj. 0,38 PLN na akcję/ implikuje wysoki DivYield rzędu 8,4%. Dodatkowo, patrząc z szerszej perspektywy, Netia jest naszym zdaniem brakującym elementem dla mobilnych graczy. Na polskim rynku telekomunikacyjnym tylko jeden podmiot, tj. Orange Polska, jest w pełni konwergentny (oferuje usługi mobilne i stacjonarne). Sądzymy, że aby utrzymać pozycję konkurencyjną gracze mobilni (w pierwszej kolejności T-Mobile i P4) będą

zainteresowani dołączeniem stacjonarnej części. Netia będzie tym bardziej atrakcyjnym podmiotem. Z drugiej strony przypominamy, że Spółka chce ponieść znaczne nakłady na modernizację sieci do standardu FTTx (>400 mln PLN) i pokryć szybką siecią 2,6 mln gospodarstw domowych do 2020 r. Przez istotne nakłady generowany FCF obniży się w średnim terminie (do czasu zakończenia inwestycji) do zaledwie 30-50 mln PLN (FCF Yield = 2-3%), jednak Spółka nie jest zalewarowana. Podtrzymujemy pozytywne podejście do Spółki.

Orange Polska		kupuj									
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		4,50 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-03-09	
		Cena docelowa:		6,90 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	11 817,0	11 538,0	-2,4%	11 262,8	-2,4%	11 219,7	-0,4%	Liczba akcji (mln)		1 312,0	
EBITDA	3 420,0	1 371,0	-59,9%	2 894,1	111,1%	2 868,1	-0,9%	MC (cena bieżąca)		5 904,0	
marża EBITDA	28,9%	11,9%		25,7%		25,6%		EV (cena bieżąca)		13 108,5	
EBIT	549,0	-1 354,0		307,7		413,2	34,3%	Free float		49,3%	
Zysk netto	231,0	-1 746,0		10,1		116,7	1056,6%				
P/E	25,6			585,1		50,6		Zmiana ceny: 1m		-2,2%	
P/BV	0,5	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 6m		-14,3%	
EV/EBITDA	2,9	9,4		4,5		4,3		Zmiana ceny: 12m		-23,7%	
DPS	0,50	0,25		0,00		0,00		Min (52 tyg.)		4,4	
DYield (%)	11,1	5,6		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		6,0	

Wbrew skrajnie negatywnemu konsensusowi, podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne kupuj na Orange Polska. Wyniki za 1Q'17 wypadły zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, jednak Spółka zaraportowała zestaw dobrych KPIs: spółka dodała 29 tys. klientów na FTTH, tym samym udowadniając po mocnym 4Q'16, że wzrost Q/Q rzędu +30 tys. jest możliwy w długiej perspektywie, (2) liczba klientów konwergentnych wzrosła o ponad 100 tys. Q/Q, (3) Orange wykazuje wzrosty klientów Internetu biorąc pod uwagę usługę „wireless for fixed”, pomimo że tradycyjnie istotne spadki dotknęły klientów na ADSL (-52 tys. w kwartale). Orange pochwaliło się także w prezentacji wynikowej, że ponad 50% klientów FTTH jest konwergentne (posiada usługę mobilną). Taki zestaw KPIs ugruntował naszą opinię o przełomie na linii przychodowej w długim okresie. Jak wskazywaliśmy w naszym marcowym raporcie

analitycznym, spodziewamy się teraz, że Orange skoncentruje się na drugiej części bolesnej transformacji Spółki, tj. na restrukturyzacji kosztowej. Sądzymy, że pole do cięć jest bardzo duże, zwłaszcza w zakresie kosztów osobowych. W 2016 r. grupa wydała ok. 1,63 mld PLN (14,2% przychodów) na wypłatę wynagrodzeń dla 15,54 tys. pracowników. Estymujemy, że Orange Polska mogłoby obniżyć poziom kosztów wynagrodzeń nawet do 9,5% przychodów, co oznaczałoby redukcję etatów o ponad 5,2 tys. (ok. 33% wszystkich). Oszczędności rzędu 0,54 mld PLN (nie ujęte w prognozie) poprawiłyby organiczny FCF'17 z poziomu 0,38 mld PLN aż o 142%. Telekom ściął dywidendę do 0 PLN, ogłosił odpisy wartości firmy na 1,8 mld PLN. Bardziej korzystny moment do przeprowadzenia cięć nie nadejdzie, są one wręcz niezbędne, żeby nie zaniechać planu rozbudowy FTTH.

Agora

akumuluj

Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		15,65 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		13,90 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 189,3	1 198,4	0,8%	1 233,6	2,9%	1 268,7	2,8%	Liczba akcji (mln)		47,7	
EBITDA	120,7	114,9	-4,8%	114,2	-0,6%	113,9	-0,3%	MC (cena bieżąca)		746,0	
marża EBITDA	10,2%	9,6%		9,3%		9,0%		EV (cena bieżąca)		812,3	
EBIT	18,7	16,7	-10,9%	-0,5		3,0		Free float		62,0%	
Zysk netto	12,7	-13,2		-4,3	-67,7%	-1,1	-74,2%				
P/E	58,7							Zmiana ceny: 1m		7,9%	
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 6m		49,2%	
EV/EBITDA	7,1	6,8		7,1		7,1		Zmiana ceny: 12m		20,4%	
DPS	0,19	0,77		0,60		0,75		Min (52 tyg.)		9,6	
DYield (%)	1,2	4,9		3,8		4,8		Max (52 tyg.)		16,6	

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Agory. Pomimo bardzo negatywnych odczytów rozpowszechniania za styczeń 2017 (-24% R/R) i za luty (-22%), segment Prasa powinien wykazać niewielką stratę na linii EBITDA w 1Q'17 (szacujemy ok. -1,3 mln PLN), dzięki restrukturyzacji pod koniec 2016 r. W 1Q'17 spodziewamy się, że Agora wygeneruje 28,0 mln PLN zysku EBITDA (+3% R/R), dzięki istotnej poprawie w segmencie Film i Książka (+20% R/R), co z kolei wynika z bardzo dobrej koniunktury w kinach i sukcesu filmu „Sztuka kochania. Historia Michaliny Wisłockiej.”. W całym 2017 r. oczekujemy pozytywnego efektu cięć zatrudniania w segmencie prasowym z zeszłego roku. W ten sposób Agora będzie mieć szansę na pozytywny wynik EBITDA segmentu w okresie 2017, kiedy

zachodzi transformacja modelu prasy z drukowanego na cyfrowy. Agora jest obecnie wyceniana na wskaźniku EV/EBITDA'17=7,1x, tj. z dyskontem do grupy porównywalnej, co nie jest uzasadnione biorąc pod uwagę, że: (1) wzrostowe i wyceniane na poziomach EV/EBITDA >10,0x segmenty Outdoor i Kino generują ponad 50% EBITDA, (2) Agora prezentuje zdrowy bilans z zadłużeniem netto/EBITDA rzędu 0,4x, a (3) grupa planuje dalsze oszczędności kosztowe. Zwracamy także uwagę, że (4) obecny CAPEX w Agorze powinien być mniejszy o połowę w ciągu 2 lat, co przekłada się na FCF na poziomie 0,9-1,0 PLN na akcję i (5) będzie podstawą do płatności dywidendy rzędu 0,75 PLN (wysoki DYield = 4,8%).

Cyfrowy Polsat

redukuj

Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 24,71 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2017-01-27
		Cena docelowa: 22,30 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	9 823,0	9 729,8	-0,9%	9 649,7	-0,8%	9 727,2	0,8%	Liczba akcji (mln)	639,5
EBITDA	3 685,1	3 640,8	-1,2%	3 484,8	-4,3%	3 484,5	0,0%	MC (cena bieżąca)	15 803,1
marża EBITDA	37,5%	37,4%		36,1%		35,8%		EV (cena bieżąca)	25 676,9
EBIT	1 985,8	1 669,3	-15,9%	1 634,9	-2,1%	1 744,6	6,7%	Free float	33,5%
Zysk netto	1 163,4	1 041,3	-10,5%	934,6	-10,2%	1 117,2	19,5%		
P/E	13,6	15,2		16,9		14,1		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 6m	2,9%
EV/EBITDA	7,2	7,4		7,4		7,0		Zmiana ceny: 12m	5,1%
DPS	0,00	0,00		0,34		0,49		Min (52 tyg.)	20,1
DYield (%)	0,0	0,0		1,4		2,0		Max (52 tyg.)	25,7

W 1Q'17 spodziewamy się dość dobrych wyników finansowych, dzięki wysokim obrotom na sprzedaży sprzętu (+ >4% R/R vs. proforma 1Q'16), co może ocieplić sentyment do Spółki w krótkim terminie. Pomimo tego, podtrzymujemy nasze negatywne podejście do Cyfrowego Polsatu. W chwili obecnej Spółka jest notowana na EV/EBITDA'17 = 7,4x, tj. z premią do grupy porównywalnej. Premia nie jest uzasadniona biorąc pod uwagę tempo wzrostu wyników grupy porównawczej (tj. +2,7% na linii EBITDA w 2017 r. vs. -3,4% CPS), jak i poziom wypłacanej dywidendy nawet w dłuższej perspektywie (DYield'18 = 4,6% vs. 2,0% CPS). W okresie 2Q'17-4Q'17 spodziewamy się wzrostu bazy kosztowej, zwłaszcza w zakresie kosztów marketingu, wynagrodzeń i kosztów technicznych. Grupie trudno

będzie też nadrobić lukę po mistrzostwach EURO'16, do których prawa sprzedano do TVP notując jednorazowy zysk. Ze strategicznego punktu widzenia: na terenach mało zurbanizowanych Cyfrowy będzie napotykać konkurencję ze strony trzech pozostałych operatorów komórkowych, którzy w szybkim tempie budują pokrycie na zdobytych w arcydrogiej aukcji pasmach z zakresu 800 MHz. Z kolei inwestycje Orange Polska, Netii i UPC w szybkie sieci szerokopasmowe, przy wparciu nowego szefa UKE, stanowią naszym zdaniem duże ryzyko w zakresie klientów z miast >20 tys. mieszkańców. Strategiczną opcją dla Cyfrowego Polsatu byłoby przejęcie operatora stacjonarnego, jednak Spółka ma nieco związane ręce przez duże zadłużenie.

Wirtualna Polska		akumuluj									
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		51,78 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		61,00 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	325,6	415,1	27,5%	471,4	13,6%	525,0	11,4%	Liczba akcji (mln)	29,8		
EBITDA	94,4	123,0	30,3%	148,8	21,0%	172,4	15,9%	MC (cena bieżąca)	1 541,8		
marża EBITDA	29,0%	29,6%		31,6%		32,8%		EV (cena bieżąca)	1 672,1		
EBIT	64,0	80,9	26,4%	102,2	26,4%	121,3	18,7%	Free float	33,6%		
Zysk netto	4,3	54,8	1165,1%	77,7	41,8%	95,2	22,5%				
P/E	355,9	28,1		19,8		16,2		Zmiana ceny: 1m	-5,8%		
P/BV	4,3	3,9		3,4		3,2		Zmiana ceny: 6m	-5,8%		
EV/EBITDA	18,4	14,0		11,2		9,5		Zmiana ceny: 12m	17,9%		
DPS	0,00	0,00		1,10		1,83		Min (52 tyg.)	43,5		
DYield (%)	0,0	0,0		2,1		3,5		Max (52 tyg.)	59,5		

Po wynikach za 4Q'16 poniżej naszych oczekiwań (nawet po oczyszczeniu o negatywny wpływ projektu TV) oczekujemy, że w 1Q'17 Spółka nie wykaże poprawy rentowności. Największych wzrostów oczekujemy na polu e-commerce, tj. zwłaszcza w spółkach Domodi i Allani. Spółki te wykazują niższą rentowność w porównaniu do portalu internetowego. Przez dodatkowe koszty kanału TV, który nie zbudował jeszcze pozycji przychodowej, Wirtualna Polska wykaże spadek wyniku na linii EBITDA o 5% R/R, co inwestorzy mogą odebrać negatywnie. EBITDA skorygowana o zdarzenia jednorazowe i koszty kanału

WP1 będzie wyższa o 16%. Koszty projektu TV będą negatywnie rzutować na wyniki WPL przez cały 2017 r. (spodziewamy się break-even najwcześniej w 2018 r.), stąd rynek może być rozczarowany mniejszą dynamiką wyników w perspektywie kilku kwartałów. Z drugiej strony WP pozostaje liderem polskiego rynku portali horyzontalnych z jednym z największych zasięgów w Polsce rzędu 76,2%. Spółka ma unikatowy modelu biznesu, polegający na wykorzystaniu silnej pozycji w polskim Internecie do zwiększania wolumenu i jednostkowej skali transakcji na portalach e-commerce, przy zastosowaniu algorytmów BigData.

Asseco Poland		redukuje									
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		57,59 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-04-27	
		Cena docelowa:		51,80 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	7 256,2	7 932,0	9,3%	8 418,4	6,1%	8 801,1	4,5%	Liczba akcji (mln)		83,0	
EBITDA	1 007,7	1 069,5	6,1%	1 124,1	5,1%	1 184,2	5,3%	MC (cena bieżąca)		4 780,0	
marża EBITDA	13,9%	13,5%		13,4%		13,5%		EV (cena bieżąca)		8 264,8	
EBIT	745,2	769,4	3,2%	830,0	7,9%	882,1	6,3%	Free float		68,0%	
Zysk netto	364,7	301,3	-17,4%	301,0	-0,1%	308,5	2,5%				
P/E	13,1	15,9		15,9		15,5		Zmiana ceny: 1m		7,6%	
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 6m		14,5%	
EV/EBITDA	7,7	7,5		7,4		6,9		Zmiana ceny: 12m		1,6%	
DPS	2,90	3,00		3,01		3,01		Min (52 tyg.)		50,3	
DYield (%)	5,0	5,2		5,2		5,2		Max (52 tyg.)		57,6	

Brak dużych zamówień od administracji publicznej i zmiana nastawienia Rządu do projektów publicznych IT to główne ryzyka dla matki Asseco Poland, które prezentowaliśmy w naszym poprzednim raporcie analitycznym. Dodatkowo, wyniki Spółki w 1H'17 pogrąży istotny spadek zamówień od Zakładu Ubezpieczeń Społecznych (w ramach kontaktu na rozwój KSI z 2014 r.). Estymujemy, że już w 1Q'17 matka wykaże spadek EBIT o 50%. Naszą całoroczną prognozę zysku netto w 2017 r. skorygowaliśmy w raporcie analitycznym z 27 kwietnia 2016 w dół o blisko 5% do poziomu 301 mln PLN (z czego w 1Q'17 Asseco zrealizuje jedynie 18%). Konsensus rynkowy na 2017 r. na poziomie 327 mln PLN jest naszym

zdaniem przesadzony (różnica rzędu 8,0% vs. nasza obecna prognoza). Zagrożeniem dla prognoz Asseco Poland jest też deprecjacja kursu USD vs. PLN. Tymczasem w naszym podejściu SOTP, Formula Systems stanowi aż 55% wartości Asseco Poland. Asseco Poland jest notowane obecnie na P/E'17 = 15,9x, z blisko 14%-owym dyskontem do spółek porównywalnych, jednak poziom dyskonta szybko spadnie do 1,4% w 2019 r. ze względu na istotnie niższą dynamikę wyników w Asseco (CAGR zysku netto = 1,8% vs. 10,3% spółki porównywalne). Sądzymy, że ciekawszymi propozycjami inwestycyjnymi niż Asseco Poland są obecnie Asseco Business Solutions i Asseco South Eastern Europe.

CD Projekt

sprzedaj

Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca: 67,41 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2017-01-26
		Cena docelowa: 43,40 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	798,0	583,9	-26,8%	377,5	-35,3%	391,5	3,7%	Liczba akcji (mln)	95,2
EBITDA	429,3	307,9	-28,3%	176,8	-42,6%	177,5	0,4%	MC (cena bieżąca)	6 418,3
marża EBITDA	53,8%	52,7%		46,8%		45,3%		EV (cena bieżąca)	5 684,5
EBIT	424,2	303,6	-28,4%	169,5	-44,2%	169,5	0,0%	Free float	47,5%
Zysk netto	342,5	250,5	-26,9%	144,8	-42,2%	145,8	0,7%		
P/E	18,7	25,6		44,3		44,0		Zmiana ceny: 1m	-6,4%
P/BV	12,5	8,3		7,1		6,1		Zmiana ceny: 6m	70,2%
EV/EBITDA	14,0	19,0		32,2		31,7		Zmiana ceny: 12m	176,8%
DPS	0,00	0,00		0,00		0,00		Min (52 tyg.)	24,4
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	77,0

Zgodnie z przedstawionym harmonogramem Spółka opublikuje wyniki za 1Q'17 dnia 25.05.2017. Początek roku jest sezonowo jednym z gorszych okresów w segmencie gier wideo. Pod koniec kwietnia Spółka opublikowała wyniki finansowe na 2016 rok oraz 4Q'16, które były powyżej oczekiwań rynkowych oraz naszych oczekiwań. Utrzymujący się bardzo dobry wynik sprzedaży gry Wiedźmin 3 oraz pierwsze przychody z gry Gwint, powinny pozwolić Spółce na utrzymanie podobnego poziomu sprzedaży R/R w 1Q'17 (prognozujemy 89,1 mln PLN). Jednocześnie oczekujemy, że dodatkowe nakłady związane z promocją gry Gwint, wpłyną na zwiększenie SG&A R/R, co powinno przełożyć się na zmniejszenie EBIT/zysku brutto R/R o odpowiednio 7%/8% R/R do

35,9/30,1 mln PLN. Spółka zapowiedziała, że rok 2017 będzie okresem pod szyldem gry Gwint. W pierwszy weekend kwietnia, gra była testowana na PS4 (wcześniej testy beta były przeprowadzane na Xbox One oraz PC). Dołączenie trzeciej platformy przybliży czas oficjalnej premiery Gwinta (data nie została jeszcze ogłoszona przez Spółkę). Jednocześnie zwracamy uwagę, że potencjalne przychody z gier CCG (collective card games) wzrastają stopniowo w miarę powiększania się bazy użytkowników produkcji. W związku z powyższym oczekujemy dalszej erozji wyniku w 2017 roku oraz uważamy, że obecna wycena dyskontuje znacznie wyższe niż nasze prognozy i oczekiwania rynkowe.

Comarch

akumuluj

Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		238,95 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-03-01	
		Cena docelowa:		205,00 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 131,6	1 112,5	-1,7%	1 257,3	13,0%	1 344,0	6,9%	Liczba akcji (mln)		8,1	
EBITDA	166,5	178,1	6,9%	181,3	1,8%	196,8	8,6%	MC (cena bieżąca)		1 943,5	
marża EBITDA	14,7%	16,0%		14,4%		14,6%		EV (cena bieżąca)		1 862,3	
EBIT	113,0	115,1	1,8%	117,1	1,7%	130,7	11,7%	Free float		59,2%	
Zysk netto	80,3	72,3	-9,9%	80,6	11,5%	95,3	18,2%				
P/E	24,2	26,9		24,1		20,4		Zmiana ceny: 1m		6,2%	
P/BV	2,5	2,3		2,1		2,1		Zmiana ceny: 6m		44,8%	
EV/EBITDA	11,3	10,7		10,3		9,4		Zmiana ceny: 12m		70,8%	
DPS	0,00	0,00		1,50		10,00		Min (52 tyg.)		132,2	
DYield (%)	0,0	0,0		0,6		4,2		Max (52 tyg.)		239,0	

Rok 2017 r. będzie okresem dobrych wyników w Comarchu. Zakładamy, że Spółka wygeneruje wynik EBITDA rzędu 181,3 mln PLN, co implikuje 14% wzrostu R/R. Wysoki wynik to pochodna: (1) startu sprzedaży rozwiązań, na które Spółka ponosiła znaczne nakłady na rozwój produktów takich jak Smart City, Smart Airport oraz rozwiązania e-Health; (2) wzrostu przychodów eksportowych, dzięki czemu udział Polski spadł do 40,6% w całości obrotów w 2016 (z 49,0% rok wcześniej); (3) korzystnej zmiany struktury sprzedaży w kierunku rozwiązań własnych

(93,6% w 2016 vs. 87,9% w 2015). Z kolei wartość kontaktów dla administracji publicznej podpisana w 2016 r. jest wyższa niż w 2015 r., co oznacza powrót do wzrostów w segmencie publicznym, pomimo przedłużającego się rozdania projektów z dofinansowaniem z nowej perspektywy UE 2014-20. Dodatkowo Comarch wrócił po dwóch latach do wypłaty dywidendy w 2017 r. Podtrzymujemy pozytywne podejście, wkrótce zaktualizujemy nasze prognozy finansowe.

Przemysł i metale

Kernel		trzymaj								
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		68,67 PLN			Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		73,90 PLN						
(mln USD)	2014/15	2015/16	zmiana	2016/17P	zmiana	2017/18P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Przychody	2 329,5	1 988,5	-14,6%	2 404,4	20,9%	2 558,2	6,4%	Liczba akcji (mln)	79,7	
EBITDA	396,6	347,2	-12,4%	373,9	7,7%	359,9	-3,7%	MC (cena bieżąca)	5 471,9	
marża EBITDA	17,0%	17,5%		15,5%		14,1%		EV (cena bieżąca)	5 623,5	
EBIT	328,3	287,2	-12,5%	308,1	7,3%	293,0	-4,9%	Free float	59,8%	
Zysk netto	106,9	225,2	110,6%	260,3	15,6%	241,5	-7,2%			
P/E	13,4	6,3		5,5		5,9		Zmiana ceny: 1m	-0,5%	
P/BV	1,6	1,4		1,2		1,0		Zmiana ceny: 6m	17,9%	
EV/EBITDA	3,8	4,3		3,9		4,0		Zmiana ceny: 12m	34,6%	
DPS	0,25	0,25		0,25		0,65		Min (52 tyg.)	48,2	
DYield (%)	1,4	1,4		1,4		3,6		Max (52 tyg.)	80,0	

Wyższe o 12% r/r plony zbóż w Grupie Kernel w 2016 roku naszym zdaniem pozwolą w sezonie 2016/17 na utrzymanie wysokich wyników w segmencie produkcji rolnej (150 mln USD EBITDA). Ryzykiem natomiast jest presja na marże na tłoczeniu słonecznika. Kernel kończy 2015/16 rok z zadłużeniem netto do EBITDA na poziomie 0,8x, co pozwala mu na dalszą konsolidację rynku produkcji oleju na Ukrainie oraz rozbudowę potencjału eksportowego i produkcyjnego zbóż. Alternatywnie, Spółka w perspektywie dwóch kolejnych lat jest w stanie zwiększyć wielkość wypłacanej dywidendy, w wyniku czego według naszych prognoz wzrosłaby stopa wypłacanej dywidendy. Wyniki operacyjne za 1Q'17 (3Q'17)

naszym zdaniem przełożą się na spadek EBITDA o 12,5% r/r oraz wyniku netto o 34,9% r/r. Pozytywnie na sentyment wokół akcji Kernel w nadchodzącym czasie wpływać mogą informacje o potencjalnym przejęciu ukraińskiego producenta zbóż Liga. Ten dzierżawi około 240 tys. ha gruntów na Ukrainie, dzięki czemu bank ziemi Kernela mógłby wzrosnąć do 620 tys. ha (wówczas byłaby to największa spółka rolna na Ukrainie). Gdyby przejmowane aktywa miały zbliżoną efektywność do Kernel, to potencjalnie EBITDA mogłaby wzrosnąć do 90 mln USD w skali roku. Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla Grupy Kernel.

Kęty		trzymaj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		429,95 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27	
		Cena docelowa:		387,90 PLN					
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 027,1	2 267,4	11,9%	2 462,2	8,6%	2 582,0	4,9%	Liczba akcji (mln)	9,5
EBITDA	336,2	398,6	18,6%	410,5	3,0%	438,2	6,7%	MC (cena bieżąca)	4 064,6
marża EBITDA	16,6%	17,6%		16,7%		17,0%		EV (cena bieżąca)	4 579,3
EBIT	244,4	282,3	15,5%	290,1	2,8%	317,0	9,3%	Free float	28,1%
Zysk netto	209,8	277,9	32,5%	250,5	-9,9%	246,0	-1,8%		
P/E	19,3	14,6		16,2		16,5		Zmiana ceny: 1m	2,5%
P/BV	3,2	2,9		2,8		2,7		Zmiana ceny: 6m	13,1%
EV/EBITDA	12,8	11,3		11,2		10,4		Zmiana ceny: 12m	31,4%
DPS	14,41	18,00		20,36		19,87		Min (52 tyg.)	307,2
DYield (%)	3,4	4,2		4,7		4,6		Max (52 tyg.)	436,1

Wyniki 1Q'17 były zgodne z oczekiwaniami, Spółka zaliczyła spadek rentowności w segmencie systemów aluminiowych oraz wyrobów wyciskanych (efekt wyższych cen aluminium i rosnących kosztów pracy). Spółka w 1Q'17 zanotowała wyraźnie niższy r/r przepływ gotówki z działalności operacyjnej. Zarząd w perspektywie najbliższego kwartału (2Q'17) oczekuje wzrostu sprzedaży segmentu wyrobów wyciskanych o 30-40% r/r, opakowań giętkich o 20-25% r/r oraz systemów aluminiowych o 10-15% r/r. Spółka w II'17 przedstawiła aktualizację strategii do 2020 roku, co zostało raczej neutralnie odebrane przez inwestorów.

Strategia Grupy Kęty zakłada dalszy dynamiczny wzrost sprzedaży Grupy i wzrost wyników EBITDA. Jednocześnie polityka dywidendowa zakłada, że w okresie 2017-2020 akcjonariuszom wypłacona zostanie łączna dywidenda na poziomie około 790 mln PLN (83 PLN/akcja lub 19% bieżącej kapitalizacji). Przy okazji publikacji Strategii Zarząd zarekomendował wypłatę 80% skonsolidowanego wyniku netto Grupy za 2016 rok (23,3 PLN/akcja). Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Kęty.

KGHM akumuluj								
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 118,40 PLN		Cena docelowa: 132,22 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-04-05		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	20 008,0	19 156,0	-4,3%	21 558,3	12,5%	21 018,8	-2,5%	Liczba akcji (mln) 200,0
EBITDA	1 789,0	-1 521,0		6 398,7		6 076,0	-5,0%	MC (cena bieżąca) 23 680,0
marża EBITDA	8,9%	-7,9%		29,7%		28,9%		EV (cena bieżąca) 29 437,4
EBIT	-154,0	-3 219,0	1990,3%	4 632,3		4 264,2	-7,9%	Free float 68,2%
Zysk netto	-5 012,0	-4 371,0	-12,8%	3 340,3		3 042,2	-8,9%	
P/E				7,1		7,8		Zmiana ceny: 1m -8,6%
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 6m 58,0%
EV/EBITDA	17,0			4,6		4,7		Zmiana ceny: 12m 72,8%
DPS	4,00	1,50		1,50		6,68		Min (52 tyg.) 57,3
DYield (%)	3,4	1,3		1,3		5,6		Max (52 tyg.) 135,5

Na przełomie marca i kwietnia po 43 dniach zakończył się rekordowo długi strajk w największej na świecie kopalni miedzi w Escondida. Dodatkową produkcję koncentratu wznowiła kopalnia Grasberg (Indonezja) oraz Cerro Verde (Peru). W efekcie informacji o wznowieniu działalności kluczowych projektów na świecie cena miedzi znajdowała się w ostatnich dwóch miesiącach pod presją. W drugiej połowie 2017 roku zaczynają się negocjacje płacowe w chilijskich kopalniach odpowiadających za około 1,2 mln ton rocznego wydobycia (5% światowej

produkcji). Naszym zdaniem podobnie jak w przypadku Escondida możliwe są podobne przerwy w działalności dużych kopalni, co może mieć pozytywny wpływ na notowania metalu na rynkach zagranicznych. W krótkim okresie negatywnie na sentyment do Spółki wpływają słabsze dane PMI z Chin oraz lokalnie odbijające zapasy miedzi. Wyniki KGHM za 1Q'17 były lepsze od naszych oczekiwań oraz konsensusu, głównie w efekcie bardzo dobrych rezultatów KGHM Polska Miedź. Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla akcji Grupy KGHM.

Stelmet akumuluj								
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 27,50 PLN		Cena docelowa: 33,80 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	572,8	556,0	-2,9%	599,0	7,7%	643,7	7,5%	Liczba akcji (mln) 29,4
EBITDA	78,7	92,4	17,5%	105,2	13,8%	121,9	15,8%	MC (cena bieżąca) 807,5
marża EBITDA	13,7%	16,6%		17,6%		18,9%		EV (cena bieżąca) 996,3
EBIT	58,6	72,1	23,1%	67,7	-6,1%	84,5	24,8%	Free float 80,0%
Zysk netto	64,7	62,0	-4,1%	57,3	-7,6%	73,4	28,1%	
P/E	11,9	12,4		14,1		11,0		Zmiana ceny: 1m -3,8%
P/BV	2,3	2,1		1,7		1,5		Zmiana ceny: 6m -9,5%
EV/EBITDA	11,7	10,8		9,5		7,5		Zmiana ceny: 12m -11,3%
DPS	1,07	0,29		0,00		0,00		Min (52 tyg.) 27,0
DYield (%)	3,9	1,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.) 32,5

Według naszych szacunków przychody ze sprzedaży Stelmet wzrosną w 2017 roku o 8%, głównie za sprawą realizacji inwestycji w największy w Polsce zakład produkcji architektury ogrodowej (w Grudziądzu). W efekcie moce produkcyjne Grupy wzrosną o 60% r/r, a Spółka progresywnie zastępować będzie „drogą” produkcję w Wielkiej Brytanii „tańszą” w nowej lokalizacji. Zakładamy również, że Stelmet skorzysta z prawdopodobnie

niższych cen zakupu surowca drzewnego, gdyż pula sprzedaży Lasów Państwowych może w 2017 roku wzrosnąć o około 5% r/r. Wzrost potencjału produkcyjnego oraz możliwe w trakcie roku zagraniczne przejęcia przełożą się naszym zdaniem na umocnienie pozycji lidera Spółki na Europejskim rynku architektury ogrodowej. Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla Grupy Stelmet.

Uniwhheels		akumuluj									
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		236,50 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		258,00 PLN							
(mln EUR)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	436,5	459,9	5,4%	536,4	16,6%	553,6	3,2%	Liczba akcji (mln)	12,5		
EBITDA	58,7	70,3	19,8%	89,1	26,8%	90,6	1,7%	MC (cena bieżąca)	2 951,5		
marża EBITDA	13,4%	15,3%		16,6%		16,4%		EV (cena bieżąca)	3 113,0		
EBIT	43,9	53,8	22,5%	68,8	28,0%	69,9	1,5%	Free float	38,7%		
Zysk netto	40,7	55,4	36,2%	67,0	20,9%	67,9	1,4%				
P/E	17,2	12,7		10,5		10,3		Zmiana ceny: 1m	0,5%		
P/BV	3,5	2,8		2,6		2,4		Zmiana ceny: 6m	20,6%		
EV/EBITDA	12,1	10,6		8,3		8,3		Zmiana ceny: 12m	60,9%		
DPS	0,81	1,65		2,75		2,70		Min (52 tyg.)	136,3		
DYield (%)	1,4	2,9		4,9		4,8		Max (52 tyg.)	257,0		

23 marca 2017 Superior Industries ogłosił wezwanie na 100% akcji Uniwhheels po cenie 236,07 PLN/akcja. W efekcie wezwania Superior uzyska dostęp do europejskich klientów Automotive, co pozwoli na znaczne obniżenie koncentracji wśród głównych klientów. Aby sfinalizować transakcję Superior wyemituje akcje do funduszu PE oraz zaciągnie finansowanie w konsorcjum banków. Jeśli transakcja się powiedzie, to dług netto w relacji do EBITDA połączonych podmiotów może wzrosnąć do poziomu 3,7x (jeśli wszyscy posiadacze akcji UNW odpowiedzą

na wezwanie). Główny akcjonariusz Uniwhheels (Uniwhheels Holding Malta – 61% akcji) jest zobowiązany do głosowania przeciw jakiegokolwiek uchwale w sprawie wypłaty dywidendy w okresie do dnia rozliczenia wezwania (akcjonariusze, którzy wezmą udział w wezwaniu nie będą mogli uczestniczyć w wypłacie dywidendy za 2016 rok). Oczekujemy dynamicznego wzrostu wyników Grupy Uniwhheels w 1Q'17 (publikacja 10.05). Naszą rekomendację odnośnie odpowiedzi na wezwanie przedstawimy w późniejszym terminie.

Budownictwo

Budimex		trzymaj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		275,65 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-05-08	
		Cena docelowa:		238,40 PLN					
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	5 134,0	5 572,3	8,5%	6 391,8	14,7%	6 615,2	3,5%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	314,6	531,0	68,8%	511,3	-3,7%	460,6	-9,9%	MC (cena bieżąca)	7 037,4
marża EBITDA	6,1%	9,5%		8,0%		7,0%		EV (cena bieżąca)	4 895,9
EBIT	292,2	505,1	72,9%	482,7	-4,4%	432,3	-10,4%	Free float	34,2%
Zysk netto	235,8	409,9	73,8%	400,7	-2,2%	357,0	-10,9%		
P/E	29,8	17,2		17,6		19,7		Zmiana ceny: 1m	8,3%
P/BV	11,7	8,8		8,7		9,1		Zmiana ceny: 6m	42,4%
EV/EBITDA	14,9	8,3		9,6		11,3		Zmiana ceny: 12m	49,7%
DPS	6,11	8,14		14,99		15,38		Min (52 tyg.)	168,1
DYield (%)	2,2	3,0		5,4		5,6		Max (52 tyg.)	283,1

Zysk netto Budimeksu za 1Q'17 okazał się dużą pozytywną niespodzianką (85 mln PLN, +65% r/r) i był główną przyczyną wzrostu kursu o 9% m/m. Struktura wyników nie różniła się znacząco od naszych prognoz. Marża brutto ze sprzedaży segmentu budowlanego czwarty kwartał z rzędu przekroczyła barierę 10%, osiągając w samym 1Q'17 poziom 14%. Portfel zamówień Budimeksu wzrósł o 2% r/r oraz 4% q/q do rekordowej kwoty 9,3 mld PLN. Pozycja gotówkowa pozostaje bardzo dobra (1,9 mld PLN), choć względem końca marca 2016 r. spadła o 7%. Kwota rezerwy na straty na kontraktach umiarkowanie spadła względem końca roku (-4%), niemniej wciąż utrzymuje się na nominalnie bardzo wysokim

poziomie: 392 mln PLN. Zwracamy uwagę, że łączne saldo rezerw na zobowiązania (uwzględniając rezerwy na straty) wyniosło na koniec 1Q'17 768 mln PLN (-2% q/q). Podsumowując, struktura wyników i cash flow Budimeksu nie przyniosły większych zaskoczeń. Nominalne wyniki są bardzo dobre i dostarczają nam argumentów do podniesienia prognoz finansowych na 2017 r. Po ostatnim wzroście, kurs spółki o 16% przewyższa naszą cenę docelową, dyskontując poprawę wyników i podniesienie konsensusu prognoz analityków. W związku z powyższym, obniżamy naszą rekomendację dla akcji Budimeksu z akumuluj do trzymaj.

Elektrobudowa		kupuj									
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		120,55 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-05-08	
		Cena docelowa:		146,00 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 242,8	971,5	-21,8%	970,7	-0,1%	960,9	-1,0%	Liczba akcji (mln)	4,7		
EBITDA	77,7	75,2	-3,2%	73,7	-2,0%	70,1	-4,9%	MC (cena bieżąca)	572,3		
marża EBITDA	6,3%	7,7%		7,6%		7,3%		EV (cena bieżąca)	450,5		
EBIT	63,1	61,8	-2,1%	59,1	-4,3%	55,0	-6,9%	Free float	34,9%		
Zysk netto	50,2	55,1	9,9%	48,9	-11,3%	46,1	-5,7%				
P/E	11,4	10,4		11,7		12,4		Zmiana ceny: 1m	-11,4%		
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 6m	23,0%		
EV/EBITDA	6,6	6,3		6,1		6,2		Zmiana ceny: 12m	3,9%		
DPS	0,00	4,00		10,00		6,18		Min (52 tyg.)	87,0		
DYield (%)	0,0	3,3		8,3		5,1		Max (52 tyg.)	139,9		

Elektrobudowa była w kwietniu jedną z najsłabszych spółek w branży budowlanej (-12% m/m). Wydaje się, że inwestorami kierowała przede wszystkim chęć realizacji zysków po silnym wzroście kursu od połowy grudnia. Od strony fundamentalnej nie dostrzegamy natomiast niepokojących tendencji. Rynek powinien jednoznacznie pozytywnie ocenić kolejny aneks na kontrakcie w Finlandii, zwiększający wartość robót o 60 mln PLN (informacja z 12 kwietnia). Wcześniej spółka informowała o aneksie na kontrakcie Buczyna,

wydłużającym termin realizacji zamówienia i znacznie zmniejszającym ryzyko kar. Również przegłosowanie dywidendy w kwocie 10 PLN (DYield = 8,3%) wydaje się być argumentem wspierającym kurs. Elektrobudowa oferuje obecnie najwyższy DYield w sektorze budowlanym oraz jest notowana z około 20% dyskontem do grupy porównawczej na P/E'17 i EV/EBITDA'17. W związku z powyższym, po miesięcznej przerwie, powracamy do rekomendacji kupuj dla akcji Elektrobudowy (poprzednia: trzymaj).

Erbud		trzymaj						
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		32,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		33,50 PLN		2017-04-05		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	1 763,3	1 789,8	1,5%	1 902,7	6,3%	1 963,7	3,2%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	62,1	56,7	-8,7%	60,6	6,8%	61,9	2,2%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	3,5%	3,2%		3,2%		3,2%		EV (cena bieżąca)
EBIT	51,5	45,8	-11,1%	48,5	5,9%	49,6	2,1%	Free float
Zysk netto	27,8	1,8	-93,6%	31,8	1673,8%	32,6	2,6%	
P/E	15,0	232,5		13,1		12,8		Zmiana ceny: 1m
P/BV	1,4	1,7		1,2		1,2		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	5,7	4,8		5,6		5,4		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,51	1,20		1,17		1,24		Min (52 tyg.)
DYield (%)	1,6	3,7		3,6		3,8		Max (52 tyg.)

Erbud rozpoczął rok z rekordowym portfelem zamówień w kwocie 2,0 mld PLN, z czego około 1,57 mld PLN przypada na 2017 r. Prezes Grzeszczak wspominał w wywiadzie po wynikach rocznych, że celem Spółki jest marża EBIT w wysokości 3%. Powyższa rentowność oznaczałaby roczny wynik na

poziomie około 40 mln PLN i mogłaby być argumentem do podniesienia naszych prognoz. Z oceną, jak realny jest to cel, wstrzymalibyśmy się do wyników za 1Q'17. Tymczasem utrzymujemy neutralną rekomendację dla akcji Erbudu.

Unibep		akumuluj						
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		13,70 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		12,80 PLN		2017-03-01		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	1 242,9	1 249,2	0,5%	1 496,8	19,8%	1 536,4	2,6%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	31,3	41,8	33,5%	63,2	51,0%	60,6	-4,1%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	2,5%	3,3%		4,2%		3,9%		EV (cena bieżąca)
EBIT	23,5	33,3	41,7%	54,6	64,2%	51,9	-4,9%	Free float
Zysk netto	23,6	31,6	34,0%	41,7	31,9%	40,1	-3,8%	
P/E	20,4	15,2		11,5		12,0		Zmiana ceny: 1m
P/BV	2,2	2,1		1,8		1,6		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	13,7	11,7		7,8		8,0		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,15	0,17		0,20		0,37		Min (52 tyg.)
DYield (%)	1,1	1,2		1,5		2,7		Max (52 tyg.)

W Unibepie, podobnie jak w Erbudzie, w kwietniu dominował trend boczny. Spółka nie informowała o żadnych dużych kontraktach, a w otoczeniu rynkowym nie doszło do zmian wymagających szerszego komentarza. Wyniki za 1Q'17, choć nominalnie dobre, powinny być słabsze r/r w związku z wysoką bazą Unibepu w segmencie deweloperskim. Perspektywy 2017 r. w Unibepie wyglądają obiecująco. Spółka już

dziś posiada w portfolio zamówień kontrakty w 100% pokrywające naszą prognozę przychodów ze sprzedaży, stąd podniesienie prognoz jest realne. Przypominamy, że nasza prognoza zakłada wzrost ZN'17 o 32% r/r do 41,7 mln PLN (P/E=11,5x), co stawia Spółkę w gronie najtańszych w sektorze. Utrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji Unibepu.

Deweloperzy

Atal kupuj								
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 36,45 PLN					Data ostatniej aktualizacji: 2017-04-10	
		Cena docelowa: 44,10 PLN						
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	226,8	506,8	123,4%	913,3	80,2%	918,2	0,5%	Liczba akcji (mln)
Zysk brutto ze sprzedaży	62,8	136,9	118,0%	257,5	88,1%	263,1	2,2%	MC (cena bieżąca)
marża	27,7%	27,0%		28,2%		28,6%		EV (cena bieżąca)
EBIT	40,8	114,8	181,6%	229,9	100,3%	234,2	1,8%	Free float
Zysk netto	47,3	89,4	89,1%	180,1	101,3%	182,8	1,5%	
P/E	29,8	15,8		7,8		7,7		Zmiana ceny: 1m
P/BV	2,3	2,0		1,8		1,7		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	38,3	14,8		7,1		7,0		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,00	0,61		1,68		3,77		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,0	1,7		4,6		10,3		Max (52 tyg.)

W marcu Atal zaskoczył inwestorów jednoczesną zmianą polityki dywidendowej (wzrost wskaźnika wypłaty z 50% do 70-100%) oraz propozycją emisji nie więcej niż 3,7 mln akcji (9,56% kapitalizacji, ok. 120 mln PLN) w ramach kapitału docelowego. Uważamy, że łącznym efektem obu propozycji jest wzrost atrakcyjności Spółki z perspektywy inwestorów, którzy będą mogli zainwestować w podmiot o (1) znacznie większej płynności obrotu, (2) najwyższym DYield w sektorze oraz (3) potencjale do wzrostu zysków w przyszłości. Pod względem wolumenów sprzedaży Atal był w 2016 r. jedną z najszybciej rosnących Spółek w sektorze (+44%),

czego efektem będzie silny wzrost wyników finansowych w latach 2017-2018 (P/E~7,8x lub 8,5x po rozwodnieniu). Uważamy, że umiarkowane zadłużenie pozwala na wypłatę dywidendy z górnych widełek przedziału wynikającego z polityki dywidendowej (DYield'18-19 równy 8,2-11,8% po rozwodnieniu). Jednocześnie, obecny bank ziemi w 100% zabezpiecza nasze prognozy wyników w okresie najbliższych 4 lat. Tym samym, wszelkie akwizycje gruntów dałyby podstawę do podniesienia naszych prognoz zysku po 2018 r. Rekomendujemy kupno akcji Atal.

Capital Park kupuj								
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 6,28 PLN					Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-25	
		Cena docelowa: 8,09 PLN						
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	72,4	107,7	48,9%	128,6	19,3%	142,8	11,1%	Liczba akcji (mln)
Zysk brutto ze sprzedaży	55,6	81,4	46,3%	97,7	20,0%	108,5	11,1%	MC (cena bieżąca)
marża	76,9%	75,6%		76,0%		76,0%		EV (cena bieżąca)
EBIT bez rewaluacji	45,6	55,5	21,7%	83,6	50,6%	100,9	20,7%	Free float
Rewaluacja	58,8	68,9	17,2%	-68,6		39,4		
Zysk netto	44,0	29,9	-31,9%	15,1	-49,5%	83,3	451,1%	
P/E	15,1	22,3		44,8		8,2		Zmiana ceny: 1m
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	16,1	14,6		121,2		14,0		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,00	0,00		0,00		0,10		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		1,6		Max (52 tyg.)

Ze względu na osłabienie kursu EUR/PLN Capital Park zaksięguje w 1Q'17 wysoką stratę na wycenie nieruchomości komercyjnych, która zdominuje wyniki kwartału. Różnice kursowe nie powinny jednak wpływać na postrzeganie Spółki przez rynek kapitałowy. W całym 2017 r. liczymy na wzrost przychodów z najmu oraz spadek kosztów obsługi długu w następstwie dokonanej pod koniec 2016 r. restrukturyzacji zadłużenia. Podtrzymujemy opinię, że

katalizatorami wzrostu kursu Capital Park powinno być rozpoczęcie budowy projektu Art Norblin lub/i sprzedaż któregoś z większych aktywów po cenie zbliżonej do wartości bilansowej. Na początku roku popyt na powierzchnię biurową w Warszawie pozostawał mocny, co zwiększa szansę na realizację pozytywnych scenariuszy w Spółce. Rekomendujemy kupno akcji Capital Park.

Dom Development akumuluj

Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		70,20 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		72,50 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	904,2	1 153,0	27,5%	1 196,3	3,8%	1 283,7	7,3%	Liczba akcji (mln)		24,8	
Zysk brutto ze sprzedaży	203,9	271,1	32,9%	310,5	14,5%	318,8	2,7%	MC (cena bieżąca)		1 739,7	
marża	22,6%	23,5%		26,0%		24,8%		EV (cena bieżąca)		1 698,7	
EBIT	102,5	156,6	52,9%	203,7	30,1%	209,0	2,6%	Free float		23,9%	
Zysk netto	80,7	125,7	55,7%	164,8	31,1%	168,9	2,5%				
P/E	21,5	13,8		10,6		10,3		Zmiana ceny: 1m		-1,8%	
P/BV	2,0	1,9		1,8		1,8		Zmiana ceny: 6m		22,6%	
EV/EBITDA	17,6	10,4		8,1		8,0		Zmiana ceny: 12m		24,2%	
DPS	2,25	3,25		5,05		6,65		Min (52 tyg.)		49,5	
DYield (%)	3,2	4,6		7,2		9,5		Max (52 tyg.)		71,9	

Kwartalne wyniki Dom Development tradycyjnie już nie stanowiły zaskoczenia, stąd naszą uwagę kierujemy w stronę optymistycznego wydzwieku konferencji Zarządu po wynikach za 1Q'17. Zarząd nie dostrzega oznak spowolnienia na rynku i podtrzymuje cele sprzedażowe, prezentowane na konferencji rocznej, sugerując jednocześnie, że prognozy analityków na 2017 r. mogą być zbyt konserwatywne.

Jednocześnie Zarząd z optymizmem spogląda na perspektywę finalizacji zakupu trójmiejskiego dewelopera Eurostyl. Widzimy argumenty do podniesienia naszej prognozy ZN'17 i ZN'18 oraz wyceny akcji Dom Development. Z powyższego względu nie zmieniamy naszej rekomendacji akumuluj, mimo zbliżenia się kursu do naszej ceny docelowej.

Echo Investment kupuj

Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		5,41 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-25	
		Cena docelowa:		6,64 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	586,1	480,1	-18,1%	411,1	-14,4%	636,4	54,8%	Liczba akcji (mln)		412,7	
Zysk brutto ze sprzedaży	285,7	224,2	-21,5%	117,8	-47,5%	177,1	50,4%	MC (cena bieżąca)		2 232,7	
marża	76,9%	46,7%		28,7%		27,8%		EV (cena bieżąca)		3 327,3	
EBIT bez rewaluacji	159,8	44,6	-72,1%	6,6	-85,1%	68,5	930,4%	Free float		14,4%	
Rewaluacja	751,3	560,1	-25,5%	270,7	-51,7%	272,4	0,6%				
Zysk netto	514,1	387,7	-24,6%	224,5	-42,1%	278,5	24,1%				
P/E	4,3	5,8		9,9		8,0		Zmiana ceny: 1m		-10,1%	
P/BV	0,6	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 6m		6,1%	
EV/EBITDA	6,0	4,2		11,9		10,1		Zmiana ceny: 12m		-19,7%	
DPS	0,00	5,96		0,16		0,50		Min (52 tyg.)		4,0	
Dyield (%)	0,0	110,2		3,0		9,2		Max (52 tyg.)		8,0	

Przy okazji wyników za 2016 r. Zarząd zainicjował politykę dywidendową, przewidującą wypłatę dywidendy w wysokości do 70 proc. skonsolidowanego zysku netto, przy czym dywidenda za 2016 r. będzie równa wypłaconej już dywidendzie zaliczkowej, a dywidenda za 2017 r. ma wynieść 0,50 PLN na akcję (DYield=9,2%). Powyższa uchwała Zarządu oznacza, że najbliższa wypłata dywidendy, do której będą uprawnieni akcjonariusze Echo, będzie dotyczyła zysku za 2017 r. Nie wykluczone, że podobnie jak w dwóch poprzednich latach Echo zdecyduje się na wypłatę dywidendy zaliczkowej jeszcze w 2017 r. Wydaje się jednak, że rynek nie zakłada powyższego scenariusza, biorąc pod uwagę spadek kursu o niemal 7%. Zachowanie kursu jest dla nas zaskoczeniem. W bazowym scenariuszu nie zakładaliśmy wypłaty dywidendy za 2017 r. ponad kwotę zaproponowaną w

dywidendzie zaliczkowej. Z kolei DPS za 2018 r. prognozowaliśmy na poziomie 0,27 PLN. Zaproponowana przez Zarząd kwota dywidendy za 2017 r. stanowi 92% prognozowanego przez nas zysku za 2017 r. Może, choć nie musi, świadczyć to o potencjalnie lepszych perspektywach wynikowych, niż prezentujemy w naszych szacunkach. Potwierdzają to ambitne plany inwestycyjne. Łączna powierzchnia komercyjna, którą Echo zamierza ukończyć w latach 2017-2019 jest o 26% wyższa od naszych założeń i wynosi średnio 102 tys. m kw. GLA. Podobnie o 26% wyższa jest liczba mieszkań, których budowa ma zakończyć się w najbliższych 3 latach (średnio 1300 lokali / rocznie). Realizacja planów Zarządu daje realną szansę na przekroczenie naszych prognoz. Rekomendujemy kupno akcji Echo Investment.

GTC akumuluj								
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 9,00 PLN					Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-25	
		Cena docelowa: 9,59 PLN						
(mln EUR)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	117,4	120,3	2,5%	141,9	17,9%	162,5	14,6%	Liczba akcji (mln) 460,2
Zysk brutto ze sprzedaży	80,0	87,3	9,1%	103,3	18,3%	120,4	16,5%	MC (cena bieżąca) 4 141,9
marża	76,9%	72,6%		72,8%		74,1%		EV (cena bieżąca) 7 594,0
EBIT bez rewaluacji	65,5	70,2	7,3%	85,3	21,5%	102,0	19,5%	Free float 21,9%
Rewaluacja	26,2	84,6	222,4%	87,5	3,5%	25,9	-70,5%	
Zysk netto	45,2	158,5	250,8%	122,9	-22,5%	84,1	-31,6%	
P/E	21,8	6,2		8,0		11,7		Zmiana ceny: 1m 7,1%
P/BV	1,5	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 6m 11,8%
EV/EBITDA	16,6	11,1		10,4		14,6		Zmiana ceny: 12m 30,4%
DPS	0,00	0,00		0,06		0,05		Min (52 tyg.) 6,4
DYield (%)	0,0	0,0		2,9		2,2		Max (52 tyg.) 9,5

Kurs GTC ma za sobą najlepszy miesiąc w tym roku (+6%), mimo braku nowych informacji z samej Spółki. Uważamy, że potencjał wzrostu nie jest jeszcze w pełni wyczerpany, a najbliższe argumenty do kupna akcji dewelopera przyjdą wraz z wynikami spółki za 1Q'17. Zwracamy uwagę, że dobre wyniki za 1Q będą raczej wyjątkiem niż regułą w przypadku Spółek z

sektora deweloperskiego. W długim terminie za GTC przemawia przyzwyczajenie do dywidendy (DYield 3,0%) i jednocześnie istotny komponent deweloperski, generujący znacznie większe zyski niż w spółkach porównywalnych spoza Polski (P/E'17=7,8x). Utrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji GTC.

Robyg kupuj								
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 3,38 PLN					Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27	
		Cena docelowa: 3,95 PLN						
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	480,4	517,1	7,6%	440,1	-14,9%	697,8	58,6%	Liczba akcji (mln) 263,1
Zysk brutto ze sprzedaży	77,0	116,1	50,8%	98,8	-14,9%	181,4	83,6%	MC (cena bieżąca) 889,3
marża	16,0%	22,5%		22,5%		26,0%		EV (cena bieżąca) 1 202,4
EBIT	59,0	122,9	108,1%	98,5	-19,9%	164,3	66,9%	Free float 16,5%
Zysk netto	79,7	108,7	36,3%	80,9	-25,5%	130,7	61,5%	
P/E	11,2	8,2		11,0		6,8		Zmiana ceny: 1m -0,3%
P/BV	1,8	1,6		1,6		1,4		Zmiana ceny: 6m 13,0%
EV/EBITDA	18,6	10,6		11,9		6,8		Zmiana ceny: 12m 8,3%
DPS	0,1	0,2		0,3		0,3		Min (52 tyg.) 2,7
DYield (%)	3,3	5,9		8,0		7,4		Max (52 tyg.) 3,4

Wyniki Robyga za 1Q'17, podobnie jak w przypadku Dom Development, powinny oscylować wokół zera i nie powinny mieć znaczenia przy ocenie całorocznych perspektyw Spółki. Przypominamy, że prognoza Zarządu na 2017 r. (ZN=90 mln PLN przy prognozie przekazania: 2500 szt.) jest o 11% wyższa od naszej prognozy, przy jednocześnie niemal identycznej średnioważonej liczbie mieszkań planowanych do rozliczenia, co wskazuje na oczekiwaną przez Zarząd

poprawę marż. W świetle bardzo dobrych wyników sprzedażowych za 1Q'17 (937 lokali, +29% r/r) nasze prognozy na lata 2018 i 2019 wydają się być konserwatywne i mogą zostać podniesione przy najbliższej aktualizacji. Warunkiem przekroczenia naszych prognoz jest jednak brak opóźnień w rozpoczynaniu budów. Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Handel

AmRest		akumuluj									
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		359,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		367,00 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	3 338,7	4 187,0	25,4%	5 408,4	29,2%	6 425,4	18,8%	Liczba akcji (mln)	21,2		
EBITDA	419,6	554,5	32,1%	722,5	30,3%	895,1	23,9%	MC (cena bieżąca)	7 615,8		
marża EBITDA	12,6%	13,2%		13,4%		13,9%		EV (cena bieżąca)	8 746,6		
EBIT	195,7	284,2	45,2%	355,9	25,2%	467,6	31,4%	Free float	22,7%		
Zysk netto	160,0	198,6	24,1%	246,9	24,3%	333,7	35,1%				
P/E	47,6	38,3		30,8		22,8		Zmiana ceny: 1m	5,4%		
P/BV	7,4	5,9		5,0		4,1		Zmiana ceny: 6m	51,1%		
EV/EBITDA	20,2	15,8		12,1		9,6		Zmiana ceny: 12m	64,7%		
DPS	0,00	0,00		0,00		0,00		Min (52 tyg.)	213,4		
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	372,5		

W IV'17 Spółka ogłosiła informację o wstępnym porozumieniu dotyczącym przejęcia restauracji Pizza Hut działających na rynku rosyjskim wraz z pozyskaniem umowy masterfranczyzy. Jest to kolejna transakcja Spółki w ostatnich miesiącach (po przejęciach restauracji KFC oraz Pizza Hut w Niemczech i we Francji). Zapowiadane akwizycje powinny pozwolić Spółce na utrzymanie wysokiego tempa poprawy wyniku na poziomie EBITDA w średnim terminie. Zgodnie z harmonogramem, Spółka opublikuje wyniki za 1Q'17 dnia 18.05.2017.

Oczekujemy, przejściowego spowolnienia dynamiki wyników na poziomie EBITDA w 1Q'17, na co wpływ powinien mieć sezonowo niski wynik z sieci kawiarni Starbucks działających na rynku niemieckim. Jednocześnie oczekujemy stopniowej poprawy wyniku dywizji niemieckiej w kolejnych kwartałach (pozytywny efekt restrukturyzacji biznesu). Biorąc pod uwagę zapowiedziane przez Spółkę akwizycje, widzimy potencjał do podniesienia naszych prognoz na przyszłe lata.

CCC		trzymaj							
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		223,20 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-03-01	
		Cena docelowa:		219,00 PLN					
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 307,0	3 189,2	38,2%	4 045,2	26,8%	4 882,0	20,7%	Liczba akcji (mln)	39,1
EBITDA	323,6	443,2	37,0%	599,2	35,2%	715,9	19,5%	MC (cena bieżąca)	8 733,1
marża EBITDA	14,0%	13,9%		14,8%		14,7%		EV (cena bieżąca)	9 473,0
EBIT	256,7	373,5	45,5%	525,1	40,6%	635,4	21,0%	Free float	58,1%
Zysk netto	245,1	303,4	23,8%	388,6	28,1%	478,4	23,1%		
P/E	35,0	28,8		22,5		18,3		Zmiana ceny: 1m	-3,0%
P/BV	7,6	7,4		5,8		4,5		Zmiana ceny: 6m	16,6%
EV/EBITDA	27,7	21,2		15,8		13,0		Zmiana ceny: 12m	35,4%
DPS	3,00	2,19		1,47		1,47		Min (52 tyg.)	159,7
DYield (%)	1,3	1,0		0,7		0,7		Max (52 tyg.)	243,9

Dynamika sprzedaży Spółki w V'17 była niska (+11% R/R) i wynikała przede wszystkim z efektywnie wysokiej bazy oraz negatywnego efektu kalendarzowego. Dynamika sprzedaży w sieci stacjonarnej CCC wyniosła 4% R/R w IV'17, co przy wzroście powierzchni sprzedażowej o około 23% R/R, implikuje dwucyfrowy spadek sprzedaży porównywalnej. Wysoką dynamikę poprawy sprzedaży utrzymuje kanał internetowy (+99,2% R/R w IV'17 oraz 130,4% R/R w miesiącach I-IV'17). Tempo wzrostu sprzedaży Eobuwie.pl jest znacznie powyżej oczekiwań Zarządu (+50% R/R dla 2017 roku). Silna poprawa przychodów w e-commerce jest wspierana przez wysokie inwestycje w marketing platformy na

najważniejszych rynkach. Zgodnie z harmonogramem Spółka opublikuje wyniki za 1Q'17 dnia 15.05.2017. Oczekujemy, że pomimo wypracowania przez Spółkę 34% R/R wzrostu przychodów do 718 mln PLN w 1Q'17 (+183 mln PLN R/R), wyniki Spółki na poziomie EBITDA poprawią się o prawie 4 mln PLN R/R do 15,1 mln PLN. Powinno to wynikać przede wszystkim z nieznacznie niższej marży brutto na sprzedaży (-0,8p.p. R/R do 49,6% w 1Q'17) oraz znacznie wyższych kosztów SG&A (wzrost kosztów marketingu, logistyki oraz wynagrodzeń). W kolejnych miesiącach dynamice sprzedaży Spółki nie będzie sprzyjał efekt bazy (V-VI'17). Biorąc powyższe pod uwagę uważamy naszą rekomendację trzymaj za aktualną.

Eurocash

kupuj

Analitik: Piotr Bogusz

Cena bieżąca: 33,46 PLN

Cena docelowa: 46,20 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27

(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	20 318,2	21 206,5	4,4%	23 092,9	8,9%	24 608,4	6,6%	Liczba akcji (mln)	138,9
EBITDA	475,6	440,5	-7,4%	528,3	19,9%	621,2	17,6%	MC (cena bieżąca)	4 648,3
marża EBITDA	2,3%	2,1%		2,3%		2,5%		EV (cena bieżąca)	4 594,9
EBIT	325,1	274,3	-15,6%	357,1	30,2%	445,4	24,7%	Free float	46,3%
Zysk netto	212,4	179,2	-15,6%	253,5	41,5%	332,8	31,3%		
P/E	21,8	25,9		18,3		14,0		Zmiana ceny: 1m	6,6%
P/BV	4,2	4,3		3,6		3,1		Zmiana ceny: 6m	-12,6%
EV/EBITDA	10,2	11,4		8,7		6,9		Zmiana ceny: 12m	-33,8%
DPS	0,80	1,05		0,75		0,91		Min (52 tyg.)	31,0
DYield (%)	2,4	3,1		2,3		2,7		Max (52 tyg.)	53,9

Zgodnie z harmonogramem Spółka opublikuje wyniki za 1Q'17 dnia 12.05.2017. W 1Q'17 Spółka podjęła pierwsze kroki mające na celu poprawę wyniku segmentu C&C (zamknięcie pierwszych trzech hurtowni C&C w ramach restrukturyzacji). Łącznie w 2017 roku Spółka planuje zamknięcie około 17 ze 190 hurtowni. Dodatkowo efekt niskiej bazy oraz postępująca inflacja powinny wspierać rezultaty segmentu C&C. W 1Q'17 powinna być kontynuowana ekspansja konceptu Delikatesy Centrum oraz wysoka poprawa hurtowej sprzedaży porównywalnej (napędzana głównie przez projekt fresh). Gros ze

wzrostów sprzedaży w 1Q'17 (szacowane +5% R/R do 5 016 mln PLN) powinien wynikać z konsolidacji sieci sklepów Eko Holding oraz hurtowni alkoholowych PDA. Szacujemy, że wyniki Spółki na poziomie EBITDA zmniejszą się o 22% R/R do 36,9 mln PLN (głównie efekt restrukturyzacji hurtowni C&C; brak pozytywnego efektu Świąt Wielkanocnych oraz poniesienie kosztów związanych z rozwojem segmentu nowe projekty). Pomimo oczekiwanego spadku wyników w 1Q'17, oceniamy pozytywnie perspektywę spółki na pozostałą część 2017 roku.

Jeronimo Martins

trzymaj

Analitik: Piotr Bogusz

Cena bieżąca: 17,09 EUR

Cena docelowa: 16,90 EUR

Data ostatniej aktualizacji: 2017-05-08

(mln EUR)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Przychody	13 728,0	14 621,7	6,5%	15 711,4	7,5%	16 752,9	6,6%	Liczba akcji (mln)	629,3
EBITDA	801,0	774,6	-3,3%	942,2	21,6%	1 012,9	7,5%	MC (cena bieżąca)	10 751,5
marża EBITDA	5,8%	5,3%		6,0%		6,0%		EV (cena bieżąca)	11 170,9
EBIT	486,0	535,6	10,2%	611,2	14,1%	673,4	10,2%	Free float	32,3%
Zysk netto	333,0	593,2	78,1%	460,6	-22,4%	509,6	10,6%		
P/E	32,3	18,1		23,3		21,1		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/BV	8,0	6,2		5,6		4,9		Zmiana ceny: 6m	8,4%
EV/EBITDA	14,6	13,8		11,9		11,0		Zmiana ceny: 12m	21,6%
DPS	0,62	0,28		0,49		0,37		Min (52 tyg.)	13,3
DYield (%)	3,6	1,6		2,9		2,1		Max (52 tyg.)	17,1

Pod koniec IV'17 Spółka opublikowała wyniki za 1Q'17, które były zgodne z oczekiwaniami rynkowymi oraz nieznacznie poniżej naszych oczekiwań. Sprzedaż porównywalna w sieci Biedronka wzrosła o 8,4% R/R w 1Q'17 (vs. 7,6% w 1Q'16), pomimo braku wspierającego efektu Świąt Wielkanocnych. Marża EBITDA w sieci Biedronka zwiększyła się o 0,2p.p. R/R do 6,8% w 1Q'17. Marża EBITDA Grupy JMT zmniejszyła się o 0,28p.p. R/R do 5,14% w 1Q'17, co wynikało przede wszystkim z wyższych inwestycji w rozwój sieci sprzedaży Ara na rynku kolumbijskim. Jednocześnie Spółka zapowiedziała istotne przyspieszenie ekspansji sieci sklepowej w Kolumbii,

gdzie w 2017 roku Spółka zrealizuje minimum 150 otwarć (sieć liczyła 221 sklepów na koniec 2016 roku oraz 244 sklepów na koniec 1Q'17). W 2Q'17 rezultaty osiągnięte przez sieć Biedronka oraz biznesy portugalskie powinny być wspierane przez efekt Świąt Wielkanocnych. Pomimo efektu wysokiej bazy w sieci Biedronka, oczekujemy utrzymania wysokiej poprawy sprzedaży porównywalnej w kolejnych kwartałach, która powinna zniwelować negatywny efekt wzrostu płac na wynik EBITDA. Uważamy, że obecna wycena odpowiednio dyskontuje dalszą poprawę wyników i zalecamy trzymanie akcji JMT.

LPP sprzedaj								
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca: 6 270 PLN		Cena docelowa: 5 300 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-04-05		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	5 130,3	6 020,6	17,4%	7 061,6	17,3%	8 202,3	16,2%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	726,8	496,7	-31,7%	878,3	76,8%	1 096,5	24,8%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	14,2%	8,2%		12,4%		13,4%		EV (cena bieżąca)
EBIT	503,2	229,3	-54,4%	601,4	162,3%	781,6	30,0%	Free float
Zysk netto	352,0	175,9	-50,0%	463,5	163,5%	612,6	32,2%	
P/E	32,2	65,4		24,8		18,8		Zmiana ceny: 1m
P/BV	6,0	5,4		4,7		4,1		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	16,5	23,5		13,8		11,0		Zmiana ceny: 12m
DPS	32,04	32,66		57,60		136,24		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,5	0,5		0,9		2,2		Max (52 tyg.)

Pod koniec IV'17 Spółka opublikowała wstępne wyniki finansowe w 1Q'17, które były znacznie poniżej naszych oczekiwań oraz istotnie niższe R/R. Na poziomie EBIT oraz zysku/straty netto Spółka zaraportowała odpowiednio -109/-117 mln PLN w 1Q'17 (vs. -63,9/-65,6 mln PLN w 1Q'16). Są to najgorsze wyniki 1Q w historii Spółki. Pomimo istotnej poprawy sprzedaży porównywalnej, negatywnie na wyniki Spółki wpłynął istotny wzrost kosztów SG&A (presja ze strony kosztów wynagrodzeń) oraz nieznacznie niższa R/R marża brutto na sprzedaży (-0,5p.p. R/R do 45,6% w 1Q'17; niższa od szacunkowej marży podawanej w raportach

miesięcznych). LPP konsekwentnie realizuje swoją strategię sprzedażową skoncentrowaną na maksymalizacji marży brutto na sprzedaży w pierwszych miesiącach sprzedaży kolekcji, co widoczne było w wynikach spółki za III'17 oraz IV'17 (wzrost rentowności sprzedaży o 8p.p. R/R). Pomimo zakładanego wzrostu marży brutto na sprzedaży o 4p.p. R/R do 52,7% w 2017 roku, oczekujemy kontynuacji wysokiej presji kosztów wynagrodzeń na koszty SG&A w kolejnych kwartałach. Biorąc pod uwagę powyższe, uważamy że nasza rekomendacja sprzedaj jest aktualna.

TXM kupuj								
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca: 5,05 PLN		Cena docelowa: 6,95 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-03-09		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	314,8	379,0	20,4%	452,4	19,4%	530,7	17,3%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	25,2	21,7	-14,0%	27,9	28,5%	33,9	21,5%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	8,0%	5,7%		6,2%		6,4%		EV (cena bieżąca)
EBIT	21,0	16,6	-21,0%	22,2	34,1%	27,2	22,5%	Free float
Zysk netto	16,1	13,0	-19,4%	17,0	30,5%	21,0	23,9%	
P/E	10,5	13,0		10,0		8,0		Zmiana ceny: 1m
P/BV	4,1	2,4		2,1		1,8		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	7,5	8,3		6,9		5,8		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,00	0,14		0,18		0,22		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,0	2,7		3,5		4,4		Max (52 tyg.)

TXM poprawił sprzedaż o 1% R/R do 72 mln PLN w 1Q'17. Tak niskie tempo wzrostu przychodów wynikało z problemów z wdrożeniem systemu SAP klasy ERP, co przełożyło się na zbyt niskie zatowarowanie sklepów Spółki. Na koniec sieć sprzedażowa Spółki była większa o 29% R/R, co w zestawieniu z dynamiką sprzedaży implikuje dwucyfrowe spadki sprzedaży porównywalnej spółki. Zarząd TXM szacuje, że dynamika sprzedaży powinna powrócić do normalnych poziomów w IV'17. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami

Spółka opublikuje słabe wyniki w 1Q'17, gdzie EBIT powinien wynieść -9 mln PLN (vs. -1,9 mln PLN w 1Q'16). Wzrost importu bezpośredniego oraz dochodzenie do rentowności zagranicznych sklepów (przede wszystkim placówki zlokalizowane na rynku rumuńskim) powinny pozwolić spółce na istotną poprawę wyniku R/R w 2-4Q'17. Uwzględniając powyższe uważamy, że nasze prognozy na 2017 rok nie są zagrożone.

Inne

PBKM akumuluj								
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 59,10 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2017-04-05		
		Cena docelowa: 70,00 PLN						
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	104,8	128,8	22,9%	140,1	8,8%	154,7	10,4%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	20,0	35,2	76,2%	42,2	19,9%	49,5	17,5%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	19,0%	27,3%		30,1%		32,0%		EV (cena bieżąca)
EBIT	15,4	30,4	96,9%	36,1	18,8%	43,3	20,2%	Free float
Zysk netto	9,1	21,8	139,6%	29,0	32,8%	34,9	20,4%	
P/E	32,2	13,5		10,1		8,4		Zmiana ceny: 1m
P/BV	7,3	5,3		3,8		2,9		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	14,6	8,4		6,9		5,9		Zmiana ceny: 12m
DPS	1,21	1,41		1,69		2,48		Min (52 tyg.)
DYield (%)	2,0	2,4		2,9		4,2		Max (52 tyg.)

W 1Q'17 PBKM pokaże istotne wzrosty wyników (spodziewamy się 11,7 mln PLN na linii EBITDA, tj. + 32% R/R). Zwracamy jednak uwagę, że wzrost można wyjaśnić głównie przez 2 mln PLN zwrotu podatku VAT zapłaconego przez Spółkę zależną na Węgrzech oraz z modelu rachunkowości (każdy kolejny rok obecności na danym rynku, przekłada się korzystnie na rentowność osiąganą na danym rynku co wynika z rozpoznawania wyników z realizowanych kontaktów na liczbę lat odpowiadającą obecności na danym rynku). Liczba pozyskanych próbek w 1Q'17 była większa R/R o 5,4%, a Spółka niekorzystnie

zaskoczyła nas wielkością wygenerowanego przepływu operacyjnego w 2016 r. (tylko 12,7 mln PLN). W 2017 r. Zarząd chce zrealizować akwizycje. Spółka obecnie nie jest zadłużona, jednak w przypadku akwizycji pociągnięcie istotnej sumy z kredytu skutkowałoby zapewne zmianą polityki dywidendowej. Z drugiej strony podtrzymujemy nasze prognozy dynamicznego wzrostu wyników w kolejnych latach (CAGR EBITDA'16-19P = 17%). Spółka realizując akwizycję w Europie Zachodniej, poprawiłaby też poziom generowanych przepływów pieniężnych, gdyż na zachodnich rynkach wiodącym modelem płatności jest prepaid.

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:

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 8 maja 2017 o godzinie 13:42.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 8 maja 2017 o godzinie 13:42.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszk, 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, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszk, 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, Energoaparat, 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, Mieszk, 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 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 metodologiczną 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

BUDIMEX

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-05-08	2017-01-27	2016-10-05	2016-08-10	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	275,65	217,00	207,00	178,40	174,00
WIG w dniu rekomendacji	61 831,40	55 560,23	47 900,66	48 260,19	44 294,15

BZ WBK

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-05-08	2017-01-27	2016-08-03	2016-07-05	2016-05-06
kurs z dnia rekomendacji	351,25	355,00	301,25	262,30	257,05
WIG w dniu rekomendacji	61 831,40	55 560,23	47 031,70	44 294,15	46 430,16

ELEKTROBUDOWA

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-05-08	2017-04-05	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	120,55	139,90	98,50
WIG w dniu rekomendacji	61 831,40	59 015,12	51 223,85

JERONIMO MARTINS

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2017-05-08	2017-01-27	2016-12-06	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	17,09 EUR	15,66 EUR	14,67 EUR	16,01 EUR
WIG w dniu rekomendacji	61 831,40	55 560,23	49 647,48	47 900,66

KRUK

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-05-08	2017-01-27	2016-08-03	2016-06-16
kurs z dnia rekomendacji	293,85	249,15	219,10	189,95
WIG w dniu rekomendacji	61 831,40	55 560,23	47 031,70	44 916,52

MILLENNIUM

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2017-05-08	2017-04-05	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	7,06	6,67	6,82	5,93
WIG w dniu rekomendacji	61 831,40	59 015,12	58 300,37	55 560,23

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.zybała@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