

poniedziałek, 3 lipca 2017 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: lipiec 2017

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Banki Centralne stają się bardziej jastrzębie w swojej retoryce, wzrost cen surowców może oznaczać powrót do scenariusza inflacyjnego, a w efekcie przecenę na rynku obligacji. Nadal korzystne otoczenie dla rynków wschodzących i koniec podaży akcji na rynku pierwotnym powinny wspierać notowania WIG.

Ze spółek

Finanse

Ze względu na nadchodzące regulacje KSF dotyczące kredytów hipotecznych CHF w 2H'17 preferujemy banki bez tej ekspozycji. Szczególnie pozytywnie na tle sektora wyróżniają się walory Alior Banku, przecenione ze względu na znaczące zmiany w Zarządzie Spółki. Niemniej jednak podtrzymanie i realizacja założeń strategii będzie ponownie budowała zaufanie do Spółki i nowego Zarządu. Podtrzymujemy także nasze przeważanie dla banków zagranicznych, które powinny być beneficjentem wzrostu gospodarczego w regionie oraz podwyżek stóp procentowych.

Paliwa, chemia

Spadki cen ropy w czerwcu przyniosły poprawę sentymentu do rafinerii po nieco słabszym maju. Intuicyjna korelacja marż z notowaniami surowca tym razem nie przekłada się jednak 1:1 na benchmark z uwagi na słabsze cracki benzynowe i spadek dyferencjału. Pozostajemy więc sceptyczni do PKN, MOL i LTS. Największy potencjał widzimy w PGN, gdzie oczekujemy podniesienia konsensusu prognoz na ten rok o 10%, a dodatkowymi katalizatorami powinny być liberalizacja rynku, zbliżający się finał sporu z Gazpromem i coraz bardziej prawdopodobna akwizycja aktywów na szelfie norweskim. Rosnące ceny zbóż pomagają wycenę Grupy Azoty (podwyższamy rekomendację z akumuluj do kupuj). Po korekcie cen akcji naszym zdaniem warto zainteresować się akcjami Grupy Ciech.

Energetyka

W ostatnich tygodniach utrzymuje się pozytywny sentyment do sektora utilities w Europie, a dodatkowym katalizatorem był korzystny dla niemieckich spółek wyrok w sprawie podatku nuklearnego. Polskie spółki starają się dotrzymać kroku, szczególnie że drugie półrocze może przynieść pozytywne rozstrzygnięcia w zakresie rynku mocy czy wsparcia dla kogeneracji. Liczymy także na dyskontowanie podwyżek cen węgla na rok 2018. Najciekawsze propozycje inwestycyjne w sektorze to PGE i CEZ.

Telekomunikacja, media, IT

Ze względu na dobre wyniki, których spodziewamy się w 2Q'17 oraz potencjał do cięć kosztów, spodziewamy się dalszych wzrostów notowań Orange Polska. Wspieramy nasze pozytywne podejście do wybranych mniejszych spółek IT: Asseco South Eastern Europe, Atende, Wasko, a negatywne do Asseco Poland ze względu na przestój w przetargach IT, nastawienie rządu na oszczędności w prowadzonych projektach (przykład: ZUS), nastawienie spółek na oszczędności (przykład: decyzja PGE o samodzielnej budowie systemu obsługi klientów).

Przemysł i metale

Polskim spółkom przemysłowym wyraźnie przeszkadza umocnienie PLN do walut obcych, wzrost cen surowców oraz kosztów pracy. Obecnie najbardziej przekonani jesteśmy do akcji Alumetal, Aparator, Elemental, Ergis, Kernel, Pleiderer Group i Stelmet. Rosnące ceny miedzi pomagają Grupie KGHM.

Budownictwo

Okazję do kupna widzimy w czerwcowej korekcie kursu Unibepu oraz wcześniejszej przecenie Elbudowy. Ostatnie sukcesy w przetargach Torpolu w niewystarczającym stopniu zostały zdyskontowane przez rynek.

Deweloperzy

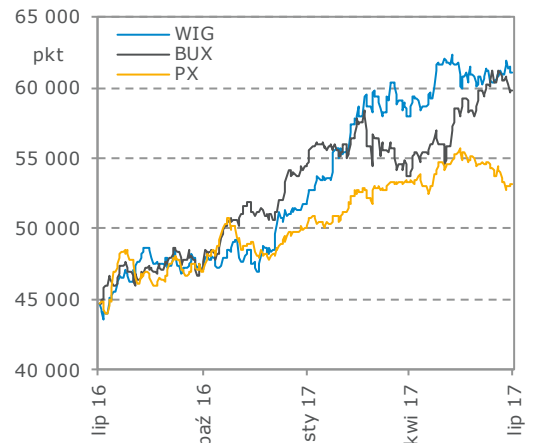
Świetna sprzedaż mieszkań w Lokum zapoczątkowała, jak sądzymy, udany sezon publikacji danych za 2Q. Sektor mieszkaniowy wciąż oferuje wysoki potencjał wzrostu. Podtrzymujemy pozytywne rekomendacje na Echo i GTC, pomimo wzrostu kursu w minionych miesiącach.

Handel

Naszym zdaniem dobre wyniki sprzedażowe w 2Q'17 powinny wspierać zachowanie się kursów CCC oraz LPP. W drugiej połowie miesiąca pozytywnie na notowania AmRestu może wpłynąć publikacja wstępnych wyników sprzedażowych za 2Q'17.

WIG 61 018
Średnie P/E 2017 13,4
Średnie P/E 2018 12,3
Średni dzienny obrót (3M)..... 966 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
Echo	akumuluj	▼
Grupa Azoty	kupuj	▲
KGHM	kupuj	▲
Pekao	akumuluj	►

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.zybala@mbank.pl

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

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

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

Spis treści

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

Rynek akcji

Patrząc na pozycjonowanie inwestorów na amerykańskich obligacjach można postawić tezę, że rynki zapomniały o scenariuszu reflacyjnym obowiązującym na początku roku. Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli Banków Centralnych oraz wzrost cen surowców – również *soft commodities* – okazały się „zimnym prysznicem”. Kolejne tygodnie i publikacja danych o inflacji pokażą czy rynek obligacji czeka większa przecena. Gwałtowne spadki cen obligacji zwykle przekładały się na korektę na rynku akcji w krótkim okresie, ale były okazją do kupna w średnim. Wzrost cen surowców i słaby USD wspierają gospodarkę i giełdy rynków wschodzących, co również pozytywnie powinno przekładać się na WIG20. W najbliższych dniach rozpoczyna się sezon wyników kwartalnych w USA, a w ciągu dwóch tygodni w Europie. Biorąc pod uwagę sytuację gospodarczą, wyniki powinny wspierać rynek akcji. Przebieg kongresu PiS pokazał, że pozycja Wicepremiera Morawieckiego jest silna, a ryzyko zmiany na tym stanowisku niewielkie. W sprawie przyszłości OFE jeszcze nie oznacza to, że Rząd przyjmie rozwiązanie proponowane przez Morawieckiego. Podaż akcji w ofertach publicznych nie powinna już negatywnie wpływać na WIG, a zakładając wysokie redukcje zapisów można wręcz oczekiwać, że „niewykorzystana” część gotówki powróci na rynek wtórny. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do akcji.

Banki Centralne bardziej jastrzębie w komunikacji z rynkami, obligacje „obstawiały” inny scenariusz

W ostatnich dniach bardziej jastrzębie wypowiedzi przedstawicieli kluczowych Banków Centralnych (Draghi, Carney) pogłębiały spadki cen akcji na giełdach. Retoryka zarówno FED, jak i ECB jest podobna, co skłania część inwestorów do przekonania, że nadal mamy do czynienia ze skoordynowaną polityką banków. Ocena globalnej sytuacji makro wspomnianych banków jest bardzo zbieżna: globalny wzrost gospodarczy jest silny, wzrost „rozkłada się równomiernie”, co nie powinno prowadzić do większych nierównowag na rynku walutowym, spadek bezrobocia będzie stwarzał coraz większe napięcia po stronie podaży pracy, a w efekcie da silniejszy impuls inflacyjny. W tej sytuacji banki centralne mają coraz mniej miejsca do utrzymywania obecnej, luźnej polityki monetarnej (kolejne podwyżki stóp w USA, dalsze wycofywanie się ECB z QE w 2018 roku – zmniejszenie tempa skupu aktywów z 60 do 30 mld EUR miesięcznie). Taki obraz gospodarki rysuje się od wielu miesięcy, dlatego teoretycznie wypowiedzi bankowców nie powinny zaskakiwać inwestorów. Zaniepokojenie może wynikać z innego scenariusza „obstawionego” przez inwestorów w krótkim okresie. W ostatnich tygodniach dane makro zarówno w USA, jak i Europie nieco rozczarowały, inflacja „cofnęła się”, co spowodowało że inwestorzy ponownie zajęli długie pozycje na obligacjach. Problemem jest tu jednak nie to, że inwestorzy bardziej pozycjonują się na niską inflację, ale skala „zakładu”. Jak podaje CFTC obecnie długa pozycja netto na kontrakty terminowe na 10Y Bonds jest największa od kryzysu finansowego w 2008 roku.

Jeszcze na początku bieżącego roku, kiedy „obowiązywał” scenariusz reflacyjny, inwestorzy zajmowali rekordowo dużą krótką pozycję netto na wspomnianych instrumentach. Jeżeli dane makro w najbliższych miesiącach będą potwierdzały, że 2Q to tylko lokalne spowolnienie w trendzie wzrostowym światowej gospodarki (bazowy scenariusz, szczególnie dane dotyczące konsumpcji i wzrostu wynagrodzeń) to jastrzębia retoryka Banków Centralnych jeszcze się nasili (nasilą się spekulacje, co w tej sytuacji zrobią BoJ i BoE) i może oznaczać gwałtowną korektę na cenach obligacji. W krótkim okresie zbyt silny spadek cen obligacji negatywnie przekładał się na ceny akcji, zaś odwrotnie w długim okresie – scenariusz reflacyjny jest pozytywny.

Wzrost cen surowców – do metali dołącza żywność

Czynnikiem, który oprócz ograniczeń podaży na rynku pracy może w kolejnych miesiącach wpływać na wzrost oczekiwań inflacyjnych jest wzrost cen surowców – do ponownie rosnących cen metali (po lepszych danych z Chin, spadku poziomu zapasów) dołączyły zboża. W związku pogodą oczekiwane są słabsze zbiory pszenicy, co w ostatnich czterech tygodniach przełożyło się na 25% wzrost ceny kontraktów na ten surowiec. W konsekwencji rosną również ceny innych zbóż i tylko kwestią czasu jest przełożenie się tych zmian na odczyty inflacyjne. Pozycjonowanie inwestorów na rynku obligacji nie dyskontuje również tego ryzyka...

Korelacja WIG20 z MSCI EM

W ostatnich tygodniach polski rynek, a szczególnie zachowanie cen akcji dużych spółek, są silnie skorelowane z indeksami innych rynków wschodzących. Potwierdza to również wysoki udział w obrotach na GPW globalnych brokerów. Lokalna polityka przestała na inwestorach zagranicznych robić wrażenie, szczególnie po tym jak agencje ratingowe zmieniły swoje dotychczas negatywne nastawienie. Niedawny kongres PiS pokazał, że pozycja Wicepremiera Morawieckiego w Rządzie jest silna (negując wcześniejsze obawy) – pojawiły się nawet spekulacje, że jest on kandydatem na Premiera. Lokalnie mamy zatem stabilizację sytuacji politycznej, dobre perspektywy wzrostu gospodarczego i poprawiające się wyniki spółek. Ponadto podaż akcji w ofertach pierwotnych i wtórnych ma się ku końcowi, na co zwracaliśmy uwagę w poprzednim miesiącu. Naszym zdaniem inwestorzy mieli wystarczająco dużo czasu żeby przygotować odpowiedni poziom wolnych środków. Można wręcz pokusić się o tezę, że duże oferty (Play, GetBack) będą cieszyć się na tyle dużym zainteresowaniem, że wysokie redukcje zapisów powinny prowadzić do powrotu części gotówki na rynek i popyt na inne akcje. Globalnie rynki wschodzące nadal są beneficjentem rosnących cen surowców, słabego USD, jak również dobrej koniunktury w krajach rozwiniętych, co skłania nas do podtrzymania pozytywnego nastawienia do rynku akcji.

Michał Marczak

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

Sektory w lipcu

Finanse

- Według najnowszych doniesień prasowych oczekujemy, że ustawa spreadowa znajdzie swój finał w parlamencie dopiero na przełomie 3Q i 4Q'17. Zmiana pierwotnego terminu wyznaczonego na lipiec najprawdopodobniej będzie miała związek z potrzebą uzyskania przez komisję sejmową dodatkowych wyliczeń skutków wprowadzenia ustawy dla poszczególnych banków, co zajmie KNF przynajmniej miesiąc. Niemniej jednak uważamy, że ustawa ta wejdzie w życie, a jej negatywne skutki są szacowane pomiędzy 3 mld PLN a 9 mld PLN. Dodatkowo sektor bankowy spotka się z bardziej surowymi wymaganiami kapitałowymi w 4Q'17 ze względu na wyższą wagę ryzyka na kredytach FX oraz zmianami w buforach CHF. Ponadto, KSF może przedstawić bardziej szczegółowe informacje dotyczące zmiany w Funduszu Wsparcia Kredytobiorców co może spowodować znaczące cykliczne koszty dla banków. Uważamy, że wszystkie te czynniki negatywnie wpłyną na konsensus oraz wycenę rynkową podmiotów.
- W 2H'17 w sektorze finansowym 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 sprzedaży części akcji przez PZU. Ponadto, obecny Zarząd planuje podtrzymanie dotychczasowej strategii banku co powinno powoli budować zaufanie do spółki.
- Uważamy, że wyceny oraz środowisko operacyjne i makroekonomiczne są preferencyjne dla zagranicznych banków opisywanych przez nas. Ze względu na potencjał wzrostu preferujemy Komerční Banka oraz Erste, a następnie OTP. Zarówno Erste, jak i Komerční Banka mogą być znacząco wsparte przez szybsze od oczekiwanych podwyżki stóp procentowych w Czechach.
- **Kluczowe rekomendacje:** Erste Bank (akumuluj), Alior Bank (kupuj), PCM (kupuj).

Paliwa

- Ceny ropy załamały się w czerwcu, a katalizatorem stał się jednodzienny (incydentalny naszym zdaniem) wzrost zapasów w USA. Rynek zdaje się grać dwa sprzeczne ze sobą scenariusze, a więc utrzymanie cen ropy istotnie poniżej 50 USD i dalszy wzrost liczby wiertni i inwestycji w amerykańskim sektorze łupkowym. Na razie jednak obserwujemy dalsze zamykanie długich pozycji spekulacyjnych netto monitorowanych przez CFTC (134 tys. sztuk vs. średnia YTD 282 tys. sztuk).
- Wydaje się, że istotny wpływ na tak dynamiczne spadki cen surowca może mieć panika po stronie inwestorów, którzy zdecydowali się na inwestycje w odwierty łupkowe w USA (skalę tego „boomu” ilustruje podwojenie liczby aktywnych wiertni na przestrzeni ostatniego roku).
- Podtrzymujemy nasze prognozy wzrostu cen ropy, a katalizatorem dla odbicia powinna być kontynuacja spadkowego trendu na zapasach surowca w USA, która powinna wynikać z rosnącego deficytu na rynku globalnym przy utrzymaniu cięć produkcji w OPEC i wyprzedaniu nagromadzonych wcześniej zapasów.
- Kompleksowe marże rafinerijne w czerwcu wróciły do przedziału 6-7 USD/Bbl głównie za sprawą rekordowych marż na ciężkim oleju opałowym (efekt przeceny ropy). W dużym stopniu jest to jednak neutralizowane przez spadek dyferencjału Ural/Brent poniżej 1 USD/Bbl (relacja cracków HSFO-ON i spadek podaży ropy rosyjskiej na Bałtyku). W scenariuszu odbicia cen surowca powinna się pojawić presja na kompleksową marżę na przerobie.

- W petrochemii, mimo spadków cen nafty, marże w czerwcu spadały, co może być już dyskontowaniem wejścia na rynek nowych mocy w USA i Chinach.
- **Kluczowe rekomendacje:** PKN Orlen (sprzedaj), PGNiG (kupuj), Lotos (sprzedaj).

Chemia

- Wypowiedzi spółek chemicznych z Niemiec podczas naszej czerwcowej konferencji *Chemical & Life Science Event* (20 czerwca 2017) utwierdziły nas w przekonaniu, że sektor obecnie znajduje się w dobrym momentum wynikowym. Indeksy MSCI Chemicals dla Europy mimo braku wyraźnej zmiany notowań w czerwcu zaliczyły spadek premii do swoich trzyletnich średnich (wzrost oczekiwań odnośnie wyników w 2017 roku).
- Obecnie po spadku notowań najbardziej atrakcyjnie wyceniane wydają nam się Ciecch oraz Grupa Azoty. Producent sody w 2Q'17 powinien odczuć niższą presję po stronie surowców energetycznych (węgiel koksujący, gaz ziemny), z kolei ceny sody na rynku europejskim są stabilne od początku roku. Za Grupą Azoty przemawia wyraźna niższa baza porównawcza od 2Q'17. Spółka w 2017 roku korzystać będzie z lepszych rezultatów segmentów tworzyw sztucznych oraz chemii (poprawa otoczenia rynkowego).
- Negatywnie oceniamy perspektywę Synthos z uwagi na wyraźne spadki cen butadienu.
- **Kluczowe rekomendacje:** Grupa Azoty (kupuj), Ciecch (kupuj), Synthos (sprzedaj).

Energetyka

- Ceny energii w Niemczech utrzymują się w okolicach 31 EUR/MWh, dzięki odbiciu cen węgla ARA w okolice 70 USD/t, co równoważy korektę notowań uprawnień do emisji CO₂. Państwa UE nadal nie doszły do porozumienia w sprawie uzdrowienia systemu ETS, a szczegółowe obrady zostały przełożone na 10 lipca.
- W Polsce kontrakt roczny spadł w okolice 163 PLN/MWh (ze 165 PLN/MWh), co jest pewnym zaskoczeniem w kontekście trendów na rynku europejskim i zapowiedzi podwyżek cen węgla na lokalnym rynku w związku z niższą produkcją w PGG.
- Ceny spotowe węgla w Polsce rosną do 10 PLN/GJ (zamknęła się luka do ARA, a okresowo może nawet pojawić się premia geograficzna z uwagi na konieczność importu) wobec 8,9 PLN/GJ płaconych w kontraktach zabezpieczonych na ten rok. Zakładamy, że w przyszłym roku benchmark wzrośnie o 7%, co pozwoli na wzrost cen energii do 166 PLN/MWh.
- W kolejnych miesiącach kluczową kwestią dla sektora będzie decyzja w sprawie rynku mocy (czas uchwalenia ustawy ma znaczenie w kontekście procesu certyfikacji i klasyfikacji źródeł do poszczególnych koszyków). Ważnym wydarzeniem będzie też zaprezentowanie nowego systemu wsparcia dla kogeneracji. Projekt ma być gotowy po wakacjach, ale już teraz pojawiają się w prasie ogólne jego założenia.
- **Kluczowe rekomendacje:** PGE (kupuj), CEZ (akumuluj).

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 wróć merytoryczne porozumienia, takie jak w 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 CAPEX-u na częstotliwości 700 MHz, w kontekście super drogiej aukcji 800 MHz. W listopadzie Anna Streżyńska (Minister Cyfryzacji) przyznała, że nie ma obecnie pomysłu wprowadzenia podatku od telekomów. Taki plan był rozpatrywany przed wyborami, jako 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 mogłoby wykonać jedynie kilka dużych firm IT. Chce dać szansę mniejszym firmom. Pieniądze na informatyzację mają być wydawane rozważnie. Minister poinformowała, że obecnie każdy projekt przed akceptacją jest bardzo dokładnie analizowany. Minister stwierdziła, że w poprzedniej unijnej perspektywie budżetowej z lat 2007-13 projekty były wielokrotnie przeszacowane, a efekty ich realizacji są „żałosne”. Dofinansowanie w postaci 4 mld PLN zostało „przepalone”. Plany Ministerstwa Cyfryzacji interpretujemy 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, oprogramowana 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, które zarportowało bardzo dobre wyniki za 1Q'17.
- W IT preferujemy Atende, Ailleron oraz z grupy Asseco Poland: Asseco South Eastern Europe i Asseco Business Solutions.
- **Kluczowe rekomendacje:** Orange Polska (kupuj), Agora (akumuluj), Asseco Poland (redukuj).

Przemysł i metale

- Bardzo dobre odczyty wskaźników PMI za czerwiec w EU (57,3 pkt) oraz w Niemczech (59,3 pkt) pozytywnie wpływają na wycenę spółek przemysłowych w Europie. MSCI Industrials EU zwiększył w VI'17 premię do swoich trzyletnich średnich i obecnie notowany jest na wskaźnikach P/E'17 18,5x oraz EV/EBITDA'17 10,4x.
- Wykorzystanie mocy produkcyjnych w Niemczech obecnie jest na najwyższym od 2011 roku poziomie, a w EU od 2008 roku. Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na rekordowe odczyty wskaźnika IFO w Niemczech (115,1 pkt). Wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych i pozytywne nastawienie do przyszłej koniunktury może naszym zdaniem skłaniać spółki do inwestycji. Na dobrym otoczeniu w Europie Zachodniej korzystać będą polscy eksporterzy, którzy mogą liczyć na wzrost wolumenu sprzedaży.
- Obserwowane przez nas spółki są obecnie notowane na wskaźnikach P/E'17 12,2x oraz EV/EBITDA'17 7,7x (około 26-34% dyskonta do MSCI Industrials dla Europy i świata). Warto naszym zdaniem zauważyć, że wartość dyskonta polskich spółek przemysłowych zwiększyła się na przestrzeni czerwca. Naszym zdaniem wynika to z presji w polskim przemyśle przetwórczym wynikającym z umocnienia PLN do walut obcych, rosnących kosztów surowców oraz wyższych kosztów pracy.
- Naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniane są: Alumetal (spółka może być beneficjentem wezwania na Uniwhells – najbliższa profilowo spółka, a dodatkowo prowadzonej działalności sprzyjają rosnące marże benchmarkowe), Apator (wysoki portfel zamówień oraz brak odpisów w Apator Rector zapewni dynamiczny wzrost wyników w 2-4Q'17), Elemental Holding (około 20% r/r wzrost EBITDA grupy po akwizycji podmiotów z branży recyklingu płytek PCB i katalizatorów), Ergis (spółka notowana z około 11-25% dyskontem do innych polskich spółek przemysłowych; dobre wyniki 1Q'17), Pfeiderer Group (spółka notowana z około 25-26% 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; niestety w 2017 roku ze względu na słabszy rynek Wielkiej Brytanii duża poprawa wyniku EBITDA jest mało prawdopodobna – wkrótce zaktualizujemy nasze szacunki rezultatów).
- Aktualnie zalecamy niedoważenie Boryszewa (spółka notowana jest z 13-46% premią do grupy porównawczej).
- **Kluczowe rekomendacje:** Alumetal (przeważaj), Apator (przeważaj), Boryszew (niedoważaj), Elemental (przeważaj), Ergis (przeważaj), KGHM (kupuj), Pfeiderer Group (przeważaj), Stelmet (akumuluj).

Budownictwo

- W maju kolejny miesiąc z rzędu rozczarowała produkcja budowlana. Odczyt na poziomie +8,4% r/r był znacznie niższy od konsensusu analityków (+13,0%). W korekcie były ceny niektórych materiałów intensywnie wykorzystywanych w budownictwie (ropa, stal). Umiarkowane tempo odbicia w sektorze jest, w naszej opinii, pozytywnym scenariuszem dla giełdowych generalnych wykonawców, posiadających wysokie portfele zamówień.
- Spółki budownictwa kubaturowego (Unibep, Erbud) poinformowały w czerwcu o znaczących zamówieniach o wartości odpowiednio 150 i 200 mln PLN. Szczególnie atrakcyjnie prezentuje się obecnie Unibep, który po 13-procentowej korekcie jest najtańszą spółką na P/E'17 (10,5x).
- Torpol wyróżniał się pozytywnie na tle sektora pod względem pozyskanych zamówień kolejowych (ok. 700 mln PLN w VI'17). Szacujemy, że Spółka posiada około 1 mld PLN w portfelu na rok 2018 oraz podobną kwotę na rok 2019 i jest na dobrej drodze do realizacji naszych prognoz na najbliższe dwa lata. Pokrycie naszych prognoz backlogiem przekracza oczekiwania również w ZUE. Pod tym względem najsłabiej wypada Trakcja. Około 1/3 planowanych środków w budżecie PKP PLK do 2022 r. została już rozdysponowana.
- Uważamy, że rynek nie docenia potencjału Elektrobudowy, szczególnie w obliczu podpisania w czerwcu znaczącego aneksu na kontrakcie w Finlandii na 22 mln EUR. Na 20 lipca przypada w Elbudowie dzień dywidendy (10 PLN, 8,3%) - najwyższy DYield w sektorze.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Elektrobudowa (kupuj), Unibep (akumuluj), Torpol (przeważaj).

Deweloperzy

- Początek lipca to okres publikacji wolumenów sprzedaży mieszkań za 2Q'17. Jako pierwszy dane opublikował Lokum, osiągając rekordowy wynik 321 szt. (+136% r/r). Uważamy, że realne szanse na nowe rekordy mają Dom Development i Atal. Słabszy kwartał może wystąpić w spółkach z niższą ofertą r/r: Ronson, Marvipol, Polnord. Generalnie publikowane dane powinny potwierdzić bardzo dobrą koniunkturę w branży.
- Echo i GTC mają za sobą bardzo udaną pierwszą połowę roku, przypieczętowaną ok. 20-procentowym wzrostem kursu. Spółki dostarczyły argumentów do podwyższenia naszych prognoz wyników na lata 2018-2019, stąd pozostawiamy pozytywne rekomendacje pomimo zbliżenia się kursów do naszych cen docelowych.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Atal (akumuluj), Robyg (kupuj), Echo Investment (akumuluj), LC Corp (przeważaj), Lokum Deweloper (przeważaj).

Handel

- **Wyniki za 1Q'17:** większość ze spółek z sektora odzieżowego i obuwniczego pogorszyła swoje rezultaty R/R. w 1Q'17. Wysoka presja konkurencyjna miała odzwierciedlenie w osiągniętej przez spółki rentowności sprzedaży, która zmniejszyła się w CCC, LPP, VST, BTM, MON oraz TXM. Dodatkowo presje na osiągnięty wynik operacyjny wywierały rosnące koszty wynagrodzeń. W 1Q'17 LPP odnotowało najwyższą historycznie stratę Spółka konsekwentnie realizowała strategię sprzedażową skoncentrowaną na wyprzedaży poprzednich kolekcji, co powinno mieć pozytywny efekt w kolejnych kwartałach. CCC najmocniej ze rynków poprawiło sprzedaż porównywalną w Polsce (negatywny efekt na rentowność sprzedaży) oraz odnotowało istotne wzrosty sprzedaży w e-commerce (około 130% R/R). Działania marketingowe zaplanowane przez spółkę powinny pozytywnie przełożyć się na wyniki sprzedażowe w 2Q'17. Potencjalnym rozwiązaniem wojny cenowej w segmencie mody klasycznej może być rozpatrywana przez VST oraz BTM fuzja spółek. Potencjalne dodatkowe informacje powinny pozytywnie przełożyć się na notowania obydwu spółek.
- **Miesięczne dane sprzedażowe:** dobre przyjęcie kolekcji w LPP ma odzwierciedlenie w miesięcznych wynikach sprzedażowych (poprawa LFL) oraz w poprawie marży brutto na sprzedaży (lepszy sales-mix). W okresie IV-V'17 spółka poprawiła zysk brutto na sprzedaży o 30% R/R vs. 7,4% R/R wzrostu powierzchni sprzedażowej). Pomimo efektu wysokiej bazy w CCC, odpowiednie przygotowanie do sezonu, skuteczna kampania marketingowa oraz ograniczona konkurencja na rynku pozwalają spółce na istotne zwiększanie sprzedaży R/R. CCC poprawiło sprzedaż o 38,9% w V'17 (vs. 44,1% R/R w V'16)
- **AmRest** zaraportował wynik EBITDA na poziomie zbliżonym R/R w 1Q'17, pomimo istotnego wzrostu liczby restauracji (+30,9% R/R). Słabe rezultaty w 1Q'17 wynikały wszystkim z konsolidacji słabych wyników sieci kawiarni Starbucks na rynku niemieckim (dodatkowe koszty związane z restrukturyzacją oraz niski sezonowo wynik w 1Q) oraz z braku rozliczenia dodatkowego przychodu z tytułu zwrotu podatku VAT w 1Q'17. W kolejnych kwartałach dynamika poprawy wyników R/R powinna istotnie się zwiększyć. Biorąc pod uwagę potencjał rozwoju restauracji z ogłoszonych/zakończonych akwizycji, uważamy nasze prognozy na 2017 rok za aktualne.
- **Eurocash** opublikował słabe wyniki za 1Q'17, które były obciążone przez niski rezultat segmentu C&C oraz dodatkowe koszty związane z rozwijaniem nowych projektów. Oczekujemy, że wyniki 2Q'17 będą wspierane przez inflację w hurtowych, efekt Świąt Wielkanocnych oraz potencjalne pierwsze pozytywne efekty restrukturyzacji biznesu C&C. 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), AmRest (akumuluj), LPP (akumuluj).

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w maju o 9,1% r/r, nieco powyżej konsensusu opiewającego na ok. 8% r/r i w zgodzie z naszą prognozą. Na przyspieszenie produkcji miały wpływ dwa czynniki. Po pierwsze, silny efekt kalendarzowy (po raz kolejny w ostatnich miesiącach różnica dni roboczych wzrosła z -2 do +1 r/r) podbił produkcję w przetwórstwie. Po drugie, specyficzne warunki pogodowe w maju (zimny początek miesiąca i gorąca końcówka) wywindowały produkcję energii elektrycznej i ciepłej aż do 9,6% r/r. Po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych produkcja przemysłowa wzrosła o 1,2% m/m, wyrównując kwietniowe spadki. Wystrzał produkcji energii oznacza jednak, że momentum przetwórstwa musiało być już w maju nieco słabsze od momentum całego agregatu. Takie zachowanie przetwórstwa byłoby zresztą spójne ze wskazaniami PMI i z naszą hipotezą dotyczącą rozładowywania się zbyt wysokich zapasów zgromadzonych w przedsiębiorstwach na przełomie roku. W czerwcu efekt kalendarzowy powinien ponownie wyraźnie obniżyć dynamikę produkcji przemysłowej, ale będzie to odczyt dodatni. Po raz kolejny rozczerowała produkcja budowlano-montażowa, która w ujęciu rocznym wzrosła wprawdzie o 8,4%, jednak konsensus wskazywał na znacznie większy przyrost (13,0%). Po wyeliminowaniu czynników sezonowych tempo wzrostu spada do 6,2% rdr, a w ujęciu miesięcznym jest ujemne po raz drugi z rzędu (-3,2%). Nie zamierzamy tutaj dywagować o szczegółach tego negatywnego zaskoczenia, mogą one po prostu wynikać z przeszacowania efektu bazy statystycznej. Wpływ na tę niespodziankę mogły mieć także niekorzystne warunki pogodowe w pierwszych dniach maja. Odzwierciedlenie słabszego wyniku „budowlanki” znajdzie się oczywiście w danych o PKB za drugi kwartał. Majowy odczyt odsuwa w czasie spodziewane silne przyspieszenie tego agregatu z uwagi na potężne efekty bazowe związane z załamaniem inwestycji budowlanych w I połowie zeszłego roku (dekadalny dołek w budownictwie to dopiero sierpień 2016 r.).

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna ponownie rozczerowała, rosnąc o 8,4% r/r (konsensus 9,4%, nasza optymistyczna prognoza wskazywała na 10,2%). Zaskoczenie wynikami sprzedaży detalicznej można wiązać przede wszystkim ze słabszym wynikiem sprzedaży żywności (wzrost jedynie o 3,5% r/r) i paliw (o 14,8% r/r). Pozostałe kategorie sprzedaży zachowały się raczej spójnie z naszymi oczekiwaniami – przyspieszyła sprzedaż samochodów w ślad za danymi o rejestracjach, natomiast sprzedaż dóbr trwałych w większości utrzymała dynamiki z poprzednich miesięcy. Średnio rzecz biorąc, realna dynamika sprzedaży w II kwartale kształtuje się w świetle obecnych danych na poziomie zbliżonym do poprzedniego, co sugeruje utrzymanie bliskich 5% dynamik konsumpcji prywatnej. Rozpatrując jej perspektywę na kolejne miesiące, należy mieć na uwadze bazę statystyczną związaną z wprowadzeniem programu 500+, ale nie powinno się jej przeceniać. W szczególności, działa zarówno wygładzanie konsumpcji, jak i pozytywne efekty wzrostów płac (odsyłamy w tej kwestii do wczorajszego komentarza). Dane wskazują na spójny z zachowaniem części miękkich danych spadek momentum gospodarki w II kwartale (wyraźnie niższe dynamiki kwartalne produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej). Arytmetycznie przekłada się to na niższą dynamikę PKB (np. 3,8%), ale nie jest to wzrost istotnie różny od zanotowanego w I kwartale 4%. Nie wpływa to również na średnioterminowe perspektywy wzrostu – w dalszym ciągu spodziewamy się, że w 2017 r. PKB, wiedziony odbiciem inwestycji publicznych i silną konsumpcją, wzrośnie średnio rzecz biorąc o nieco ponad 4% r/r. Publikacje są dla Rady Polityki Pieniężnej neutralne. Obecne tempo wzrostu mieści się w przedziale uznawanym

za Radę za komfortowy, a także oznacza realizację zakładanego na ten rok scenariusza. Naszym zdaniem dużo większe znaczenie w kwestii podwyżek stóp (przypomnijmy, Rada spodziewa się utrzymania stóp bez zmian przez cały rok 2018) będzie mieć rosnąca inflacja, a także ogólna dynamika procesów cenowych, która jest niedoszacowana. Oczekiwania podwyżek stóp procentowych na początku 2019 r. są spóźnione. Jest jednak jeszcze za wcześnie aby takie tezy znalazły swoje odzwierciedlenie w krzywej dochodowości polskich obligacji skarbowych.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw po raz pierwszy w tym roku spadło w ujęciu miesięcznym, minimalnie, o 0,7 tys. etatów. W ujęciu rocznym wzrost jest wciąż przyzwoity i wynosi 4,5% (nieznacznie niżej od konsensusu oraz naszej prognozy, wynoszących 4,6%). Spodziewaliśmy się kontynuacji ożywienia w budownictwie, więc nie jest wykluczone, że majowy odczyt jest efektem zbiegnięcia się w czasie przypadkowych w gruncie rzeczy spadków w najbardziej wahlowych kategoriach (informacja i komunikacja, administrowanie i działalność wspierająca). Spadek ten jest spójny z wyższą od oczekiwań stopą bezrobocia (według wstępnych szacunków MRPIPS stopa bezrobocia wyniosła w maju 7,5% przy oczekiwaniach 7,3%), jednak jeszcze raczej nie są to pierwsze sygnały nadchodzącego według nas zacieśnienia rynku pracy z przyczyn ograniczeń podażowych. Ogólny obraz rynku pracy jest bardzo dobry i musimy ujrzyć jeszcze kilka gorszych odczytów, żeby ogłosić zakończenie boomu. Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w maju o 5,4% r/r, nieco powyżej konsensusu i blisko naszej prognozy (5,0 i 5,6%, odpowiednio). W naszej opinii jest ono związane przede wszystkim z efektami bazowymi (maj 2016 r. był – po odsezonowaniu – miesiącem stagnacji płac w przetwórstwie i spadku wynagrodzeń w budownictwie o ok. 2% m/m) oraz z korzystnym efektem dni roboczych (+1 wobec -2 r/r w poprzednim miesiącu). Efekty jednorazowe ewidentnie podbiły dynamikę wynagrodzeń, która aktualnie już znajdowała się od dłuższego czasu we wzrostowym trendzie. W związku z zacieśnieniem rynku pracy spodziewamy się, że trend ten będzie się stromił. Za coraz szybszymi wzrostami płac przemawia zarówno sytuacja na rynku pracy, widziana podobnie przez pryzmat miękkich i twardych danych, jak i wskazania samych przedsiębiorstw, które z kwartału na kwartał coraz częściej oczekują podwyżek wynagrodzeń. Nominalny fundusz płac wzrost w ujęciu rocznym o ponad 10% i jest to najprawdopodobniej (z dokładnością do zaokrąglenia) nowy ośmioletni rekord. W ujęciu realnym dynamika funduszu płac jest oczywiście nieznacznie niższa, bo sięgnęła 8,2%. Warto zauważyć, że przyspieszenie po stronie funduszu płac pojawia się w momencie, w którym wygasają statystyczne efekty programu 500+ (świadczona „wchodzą” do dynamik dochodów do dyspozycji od maja 2016 r.). Z punktu widzenia konsumpcji jest to obecnie drugorzędny efekt, bo kluczowy jest efekt późnego wydatkowania świadczeń, o którym od pewnego czasu piszemy, ale w kolejnych miesiącach solidne i coraz częstsze podwyżki płac powinny być czynnikiem utrzymującym nastroje konsumenckie i skłonność do konsumpcji na wysokim poziomie.

Deficyt budżetowy

Po maju deficyt budżetu państwa wyniósł zaledwie 200 mln PLN. Dla porównania – w okresie po globalnym kryzysie finansowym budżet państwa na ogół wykazywał po 5 miesiącach roku deficyt sięgający 10-20 mld PLN. Jest to więc zmiana i ilościowa, i jakościowa. Jak to w poprzednich miesiącach było, strona dochodowa budżetu państwa prezentuje się bardzo dobrze – dochody podatkowe wzrosły w maju o 11% r/r (faktoid dla ciekawskich: w każdym

miesiącu tego roku rosły w dwucyfrowym tempie!), a wzrosty były rozłożone równomiernie pomiędzy kategorie. Wymieńmy: VAT +13% r/r, CIT +9% r/r, PIT +7% r/r, akcyza +5% r/r. Trend poprawy dochodów podatkowych jest niezmiennie stromy i wg naszych szacunków przekroczyły one 15% PKB jeszcze w poprzednim kwartale. W konsekwencji, zapisany w ustawie budżetowej cel na 2017 rok (15,1-15,2% PKB) jest blisko realizacji – z pewnością bliżej niż ocenialiśmy to jeszcze kilka miesięcy temu. O przyczynach tak dużych wzrostów dochodów można by rozprawiać długo, nadmienimy jedynie, że jest to związane z korzystną sytuacją na rynku pracy, odbiciem inflacji i procesów nominalnych w gospodarce, strukturalnym czynnikiem strachu w polityce podatkowej oraz konkretnymi działaniami mającymi na celu uszczelnienie systemu. Warto przy tym zauważyć, że ten wysiłek nie zakończył się i wszystkie dostępne informacje wskazują na utrzymanie wysokiej determinacji administracji skarbowej i MF do poprawy ściągальności podatków. Kolejne miesiące przyniosą rekordową wpłatę zysku NBP, dlatego możemy z wyprzedzeniem pokusić się o prognozę utrzymania deficytu bliskiego zera do lipca włącznie. Przy obecnych trendach dochodowych i bardzo niskiej realizacji strony wydatkowej budżetu (ta część pozostała trochę w cieniu – niesłusznie), deficyt budżetu państwa może na koniec roku zamknąć się poniżej 30 mld PLN. Faktyczna realizacja będzie mocno zależeć od przesunięć między 2017 i 2018 rokiem i w naszej opinii ta opcja zostanie przez MF skrupulatnie wykorzystana. O ile bowiem nazwanie sytuacji budżetu w 2017 komfortową byłoby eufemizmem, o tyle rok 2018 wygląda już mniej różowo, zwłaszcza w metryce deficytu SFP. Po pierwsze, najprawdopodobniej nie będzie wpłaty zysku NBP (choć sytuacja zawsze może się w tym względzie odwrócić – obecna sytuacja rynkowa w każdym razie nie wskazuje na to). Po drugie, finanse publiczne będą musiały ponieść koszt obniżenia wieku emerytalnego. Po trzecie, współfinansowanie inwestycji publicznych w połączeniu z permanentną kampanią wyborczą stworzy presję na zwiększenie wydatków w latach wyborczych. Rynek stopy procentowej, obecnie nieustannie zaskakiwanym przez informacje o niskiej podaży SPW, te nuanse obecnie mogą umykać.

Inflacja

Tylko 1,5% w ujęciu rocznym to solidna niespodzianka w stosunku do konsensusu (1,7%) oraz naszej prognozy (1,8%). Na chwilę obecną możemy spekulować, że jeszcze niższa od oczekiwań inflacja to wynik bardzo niskich cen żywności (odczyt modelowy to dla czerwca -0,2-0,3% w ujęciu miesięcznym – postulowaliśmy +0,8% z uwagi na silne podwyżki cen mięs na krajowym rynku oraz tłuszczów widoczne w danych europejskich). Inflacja bazowa powinna lekko wzrosnąć do 0,9% w ujęciu rocznym. Na chwilę obecną 1,5% wyznacza najniższy odczyt w ciągu najbliższych miesięcy (oprócz końcówki roku, silnie zdeterminowanej zachowaniem cen paliw w tym konkretnym ciągu). RPP przyjmie ten odczyt z jak największą ulgą, gdyż pasować będzie jak ulał do mocno ukonstytuowanego już scenariusza. Projekcja inflacyjna publikowana na lipcowym posiedzeniu przejdzie tym bardziej bez historii. Wyższy punkt startowy podniesie dynamikę PKB na ten rok, a fala inwestycji zapewne rozciągnie się w czasie z uwagi na korzystne dane o liczbie podpisywanych kontraktów. Mechanika modelu NECMOD sugeruje raczej wyższą ścieżkę inflacji bazowej (choć ostatnie tyrady Glapińskiego o wyższym tempie wzrostu potencjalnego dają jasną wskazówkę, gdzie silniejsze wzrosty inflacji bazowej mogą nagle przepaść), ale ścieżka inflacji CPI powinna pozostawać komfortowo w pobliżu celu NBP (bez zmian polityki pieniężnej!). Szykuje się więc kolejna konferencja sławiąca zalety polskiego wzrostu, zrównoważonej gospodarki i niskiej inflacji.

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	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2017	2018	2017	2018
Finanse										
ALIOR BANK	kupuj	2017-03-16	71,97	90,00	61,75	+45,7%	19,7	9,2		
BZ WBK	trzymaj	2017-05-08	351,25	332,34	342,30	-2,9%	15,3	12,7		
GETIN NOBLE BANK	trzymaj	2017-03-01	2,02	2,14	1,41	+51,8%	7,5	3,9		
HANDLOWY	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	68,78	+23,6%	16,2	12,7		
ING BSK	redukuj	2017-04-05	171,00	152,39	182,35	-16,4%	16,2	14,4		
MILLENNIUM	sprzedaj	2017-05-08	7,06	5,81	7,45	-22,0%	14,3	12,5		
PEKAO	akumuluj	2017-07-03	124,80	137,42	124,80	+10,1%	14,5	13,9		
PKO BP	redukuj	2017-03-01	33,28	31,20	34,46	-9,5%	14,7	13,0		
KOMERCNI BANKA	akumuluj	2017-01-27	892,60	1 011,37 CZK	916,00	+10,4%	13,5	12,2		
ERSTE BANK	akumuluj	2017-06-02	32,67	35,98 EUR	33,53	+7,3%	11,6	10,4		
OTP BANK	akumuluj	2017-03-01	8 450	9 031,25 HUF	9 050	-0,2%	11,4	10,4		
PZU	kupuj	2017-01-27	35,50	44,63	44,59	+0,1%	16,4	11,5		
KRUK	sprzedaj	2017-05-08	293,85	219,64	308,00	-28,7%	20,3	17,9		
PRIME CAR MANAGEMENT	kupuj	2017-01-27	34,91	46,43	35,80	+29,7%	10,4	9,4		
SKARBIEC HOLDING	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	29,48	+57,0%	7,4	6,5		
Paliwa, Chemia										
CIECH	kupuj	2017-06-02	69,69	82,00	61,05	+34,3%	9,0	11,6	5,8	6,5
GRUPA AZOTY	kupuj	2017-07-03	63,30	74,30	63,30	+17,4%	14,7	14,1	7,0	6,6
LOTOS	sprzedaj	2017-03-01	48,63	36,27	51,00	-28,9%	16,0	12,5	8,0	5,9
MOL	redukuj	2016-12-20	20 620	18 970 HUF	21 225	-10,6%	12,7	10,7	5,3	4,8
PGNIG	kupuj	2017-02-27	6,12	7,25	6,32	+14,7%	11,9	9,6	5,0	4,2
PKN ORLEN	sprzedaj	2016-12-20	87,17	66,13	111,90	-40,9%	13,8	17,7	8,3	9,0
POLWAX	kupuj	2017-01-13	16,60	25,95	14,60	+77,7%	6,1	6,3	5,3	6,3
SYNTHOS	sprzedaj	2017-01-17	5,30	3,72	4,85	-23,3%	13,4	17,6	8,6	10,3
Energetyka										
CEZ	akumuluj	2017-06-27	399,00	453,01 CZK	398,00	+13,8%	13,4	13,0	6,4	6,2
ENEA	trzymaj	2017-06-27	13,14	12,60	13,36	-5,7%	8,6	7,3	5,2	4,3
ENERGA	trzymaj	2017-06-27	10,87	10,71	10,47	+2,3%	8,5	7,9	4,7	4,6
PGE	kupuj	2017-06-27	12,29	14,46	12,11	+19,4%	10,0	9,4	5,4	5,4
TAURON	trzymaj	2017-06-27	3,65	3,67	3,58	+2,5%	6,4	6,1	5,0	5,2
Telekomunikacja, Media, IT										
NETIA	akumuluj	2017-01-27	4,58	4,90	4,13	+18,6%	-	-	4,3	4,7
ORANGE POLSKA	kupuj	2017-06-30	5,15	7,10	5,13	+38,4%	667,0	57,7	4,8	4,6
AGORA	akumuluj	2017-01-27	12,90	13,90	14,92	-6,8%	-	-	6,8	6,8
CYFROWY POLSAT	redukuj	2017-01-27	24,65	22,30	24,67	-9,6%	16,9	14,1	7,4	7,0
WIRTUALNA POLSKA	akumuluj	2017-01-27	56,60	61,00	53,00	+15,1%	20,3	16,6	11,5	9,7
ASSECO POLAND	redukuj	2017-04-27	54,70	48,79	48,77	+0,0%	13,4	13,1	6,7	6,3
CD PROJEKT	sprzedaj	2017-01-26	59,63	43,40	86,04	-49,6%	56,6	56,2	42,2	41,6
COMARCH	trzymaj	2017-06-02	223,00	205,00	213,30	-3,9%	21,5	18,2	9,1	8,4
Przemysł, Metale										
FAMUR	zawieszona	2016-11-30	4,22	-	5,85	-	-	-	-	-
KERNEL	akumuluj	2017-06-02	68,33	73,90	64,85	+14,0%	5,3	5,7	4,1	3,9
KĘTY	trzymaj	2017-01-27	416,80	387,90	435,00	-10,8%	16,4	16,7	11,3	10,5
KGHM	kupuj	2017-07-03	110,65	132,22	110,65	+19,5%	6,6	7,3	4,4	4,4
STELMET	akumuluj	2017-01-27	32,30	33,80	21,39	+58,0%	11,0	8,6	7,8	6,0
Budownictwo										
BUDIMEX	trzymaj	2017-05-08	275,65	238,40	238,00	+0,2%	15,2	17,0	7,7	9,2
ELEKTROBUDOWA	kupuj	2017-05-08	120,55	146,00	120,50	+21,2%	11,7	12,4	6,1	6,2
ERBUD	akumuluj	2017-06-02	31,50	33,50	31,30	+7,0%	12,6	12,3	5,3	5,1
UNIBEP	akumuluj	2017-03-01	12,59	12,80	12,45	+2,8%	10,5	10,9	7,1	7,2
Deweloperzy										
ATAL	akumuluj	2017-06-02	40,00	44,10	38,00	+16,1%	8,2	8,0	7,3	7,3
CAPITAL PARK	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	6,13	+32,0%	43,7	8,0	120,2	13,9
DOM DEVELOPMENT	akumuluj	2017-06-02	76,10	81,70	76,50	+6,8%	10,6	9,1	8,5	7,3
ECHO	akumuluj	2017-07-03	6,26	6,64	6,26	+6,1%	11,5	9,3	13,2	11,1
GTC	akumuluj	2017-01-25	8,65	9,59	9,70	-1,1%	8,7	12,7	10,9	15,2
ROBYG	kupuj	2017-05-12	3,21	4,35	3,27	+33,0%	9,5	5,9	7,3	4,9
Handel										
AMREST	akumuluj	2017-01-27	347,00	367,00	355,00	+3,4%	30,5	22,6	12,0	9,5
CCC	trzymaj	2017-03-01	225,50	219,00	225,00	-2,7%	22,7	18,4	15,9	13,1
EUROCASH	kupuj	2017-01-27	39,90	45,47	31,00	+46,7%	17,0	12,9	8,0	6,4
JERONIMO MARTINS	trzymaj	2017-05-08	17,09	16,90 EUR	17,09	-1,1%	23,4	21,1	11,9	11,0
LPP	akumuluj	2017-06-20	6 700	7 400	7 150	+3,5%	28,3	21,4	15,7	12,5
TXM	kupuj	2017-06-08	4,00	6,25	4,11	+52,1%	8,1	6,5	5,8	4,9
Inne										
PBKM	akumuluj	2017-04-05	60,50	70,00	55,75	+25,6%	9,6	7,9	6,5	5,5
WORK SERVICE	zawieszona	2016-12-06	10,17	-	8,50	-	-	-	-	-

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2017	2018	2017	2018
Spółki przemysłowe									
ALUMETAL	przeważaj	2017-04-28	64,00	62,00	-3,1%	9,8	9,0	7,6	6,9
AMICA	równoważ	2016-06-16	186,00	181,75	-2,3%	12,0	10,7	7,6	6,8
APATOR	przeważaj	2017-04-28	35,05	35,00	-0,1%	15,1	13,8	9,6	8,9
BORYSZEW	niedoważaj	2017-01-27	11,20	11,38	+1,6%	14,1	13,5	9,0	8,5
ELEMENTAL	przeważaj	2017-01-27	3,81	3,30	-13,4%	10,1	8,9	8,2	7,0
ERGIS	przeważaj	2016-09-28	5,75	6,25	+8,7%	10,2	9,6	6,1	5,7
FORTE	równoważ	2016-07-20	64,97	82,35	+26,8%	18,5	16,8	13,8	12,7
KRUSZWICA	równoważ	2017-03-29	63,50	69,55	+9,5%	17,5	14,8	9,7	8,4
MANGATA	równoważ	2016-10-26	112,55	113,00	+0,4%	13,1	11,6	8,0	7,1
PFLEIDERER GROUP	przeważaj	2016-02-03	23,00	45,00	+95,7%	61,7	49,4	20,1	19,0
TARCZYŃSKI	równoważ	2017-05-31	11,20	10,77	-3,8%	9,2	8,4	5,3	5,0
VISTAL	równoważ	2017-01-27	9,00	6,49	-27,9%	7,7	5,1	7,8	6,5
Budownictwo									
ELEKTROTIM	niedoważaj	2017-03-06	15,07	13,40	-11,1%	14,1	17,4	8,4	9,9
HERKULES	przeważaj	2017-06-02	4,17	4,01	-3,8%	11,8	10,1	6,3	5,8
TORPOL	przeważaj	2016-09-12	10,68	12,80	+19,9%	31,8	10,8	9,0	5,2
TRAKCJA	przeważaj	2016-09-12	11,80	15,12	+28,1%	13,2	9,2	7,6	5,6
ULMA	równoważ	2016-12-12	63,50	73,00	+15,0%	18,0	12,2	4,2	3,4
ZUE	przeważaj	2017-04-12	12,35	10,10	-18,2%	72,6	11,0	15,3	5,8
Deweloperzy									
ARCHICOM	przeważaj	2017-01-10	15,24	15,90	+4,3%	9,0	6,9	8,0	6,5
BBI DEVELOPMENT	równoważ	2017-06-02	0,73	0,79	+8,2%	-	9,1	74,1	7,3
JWC	równoważ	2016-11-09	4,50	4,84	+7,6%	7,0	5,8	7,0	5,8
LC CORP	przeważaj	2014-03-06	1,67	2,06	+23,4%	7,1	4,2	12,8	6,5
LOKUM DEWELOPER	przeważaj	2016-10-28	13,32	16,50	+23,9%	7,4	6,1	6,9	5,4
PA NOVA	równoważ	2016-09-12	25,89	24,96	-3,6%	8,7	9,7	11,4	12,2
POLNORD	niedoważaj	2017-05-16	10,00	9,80	-2,0%	14,7	13,6	46,3	26,0
RONSON	niedoważaj	2017-03-06	1,80	1,71	-5,0%	18,3	17,9	19,7	18,4
VANTAGE DEVELOPMENT	równoważ	2017-01-10	3,30	3,69	+11,8%	8,7	6,7	11,5	9,3

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Atal	akumuluj	kupuj	44,10	2017-06-02
BBI Development	równoważ	niedoważaj	-	2017-06-02
Ciech	kupuj	trzymaj	82,00	2017-06-02
Comarch	trzymaj	akumuluj	205,00	2017-06-02
Dom Development	akumuluj	kupuj	81,70	2017-06-02
Erbud	akumuluj	trzymaj	33,50	2017-06-02
Erste Bank	akumuluj	kupuj	35,98	2017-06-02
Herkules	przeważaj	równoważ	-	2017-06-02
Kernel	akumuluj	trzymaj	73,90	2017-06-02
TXM	kupuj	kupuj	6,25	2017-06-08
LPP	akumuluj	sprzedaj	7400,00	2017-06-20
CEZ	akumuluj	akumuluj	453,01 CZK	2017-06-27
Enea	trzymaj	sprzedaj	12,60	2017-06-27
Energia	trzymaj	trzymaj	10,71	2017-06-27
PGE	kupuj	trzymaj	14,46	2017-06-27
Tauron	trzymaj	trzymaj	3,67	2017-06-27
Orange Polska	kupuj	kupuj	7,10	2017-06-30

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Echo	akumuluj	kupuj	6,64	2017-07-03
Grupa Azoty	kupuj	akumuluj	74,30	2017-07-03
KGHM	kupuj	akumuluj	132,22	2017-07-03
Pekao	akumuluj	akumuluj	137,42	2017-07-03

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	5	10,0%	1	4,5%
redukuj	5	10,0%	3	13,6%
trzymaj	9	18,0%	6	27,3%
akumuluj	17	34,0%	9	40,9%
kupuj	14	28,0%	3	13,6%

Finanse

Alior Bank											
kupuj											
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		61,75 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)		7 981,7	
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		-2,4%	
P/E	14,4	10,1		19,7		9,2		Zmiana ceny: 6m		12,0%	
P/BV	1,3	1,3		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m		18,8%	
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. Nowy Prezes Alior Banku Michał Chyczewski podtrzymał, że nowo ogłoszona strategia Alior Banku będzie nadal kontynuowana. Zarząd banku będzie skoncentrowany na jak najszybszym osiągnięciu kluczowych wskaźników czyli ROE na poziomie 14%, C/I <40% oraz NIM na poziomie ~4,5%. Prezes podtrzymał także oczekiwane synergii kosztowe z fuzji z bankiem BPH. Nowy Prezes także podkreślił, że 3 z 5 członków Zarządu banku tworzyły go od podstaw, co jest gwarantem sposobu zarządzania i realizacji strategii. Ponadto uważamy, że 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, która wraz z ogłoszeniem przez PZU braku planu połączenia Alior Banku z Pekao wydaje się być coraz bardziej prawdopodobna. Uważamy, że przecena na kursie akcji spowodowana zmianami w Zarządzie stwarza atrakcyjną okazję inwestycyjną.

BZ WBK											
trzymaj											
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		342,30 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)		33 863,4	
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		-0,5%	
P/E	14,6	15,6		15,3		12,7		Zmiana ceny: 6m		4,2%	
P/BV	1,7	1,7		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m		32,7%	
DPS	0,0	22,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)		251,1	
DYield (%)	0,0	6,6		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		378,5	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla BZ WBK. 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. 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. Oczekujemy, że coraz wyższe wymogi kapitałowe przełożą się na płaską rentowność banku, pomimo rosnących stóp

procentowych. Dodatkowym negatywnym czynnikiem wpływającym na sentyment do BZ WBK może być dobrowolna konwersja kredytów CHF, którą ma zaproponować PKO BP dla swoich klientów. Spowoduje ona presję PR oraz polityczną na pozostałe banki z ekspozycją na kredyty CHF. Uważamy, że koszty ewentualnej konwersji nie są ujęte w konsensusie żadnego banku w Polsce. Na wskaźniku 2018 P/BV bank notowany jest obecnie z 6% premią do polskiej średniej, co jest w pełni usprawiedliwione przez jedno z najwyższych ROE w sektorze.

Getin Noble Bank

trzymaj

Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		1,41 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)	883,4		
Marża odsetkowa	1,7%	1,9%		2,0%		2,3%		MC (cena bieżąca)	1 245,6		
WNDB	1 662,0	1 537,2	-7,5%	1 570,5	2,2%	1 774,0	13,0%	Free float	49,8%		
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	-6,0%		
P/E	84,6			7,5		3,9		Zmiana ceny: 6m	-6,6%		
P/BV	0,2	0,2		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m	11,9%		
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,1		
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	2,3		

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Getin Noble Banku. Oczekujemy, że wyższe wymogi kapitałowe zmuszą bank do wyższej emisji akcji niż 50 mln PLN. Wyniki GNB pozostaną pod presją w 2017 roku ze względu na dalszą sekurytyzację aktywów w celu poprawy pozycji kapitałowej oraz ograniczoną akcję kredytową. Presja na wyniki została potwierdzona w wynikach za 1Q'17, gdzie bank poniósł bardzo wysoką stratę na poziomie 96,5 mln PLN. W pozostałej części roku oczekujemy zdarzeń jednorazowych, takich jak sprzedaż portfeli NPL czy

połączenie TFI, które pozwolą zamknąć rok obecny GNB z zyskiem netto. Uważamy, że sentyment do GNB w lipcu i w 3Q'17 będzie uzależniony od prac sejmowej komisji finansów nad ustawą spreadową, która na chwilę obecną kosztuje 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:		68,78 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)		130,7	
Marża odsetkowa	2,0%	2,1%		2,3%		2,6%		MC (cena bieżąca)		8 986,8	
WNDB	2 051,8	2 081,6	1,5%	2 062,9	-0,9%	2 289,9	11,0%	Free float		25,0%	
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		-3,0%	
P/E	14,3	14,9		16,2		12,7		Zmiana ceny: 6m		-12,7%	
P/BV	1,3	1,3		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m		0,9%	
DPS	7,4	4,7		4,6		4,2		Min (52 tyg.)		62,8	
DYield (%)	10,8	6,8		6,7		6,2		Max (52 tyg.)		83,0	

*przed kosztami rezerw

Bardzo słabe wyniki za 1Q'17 doprowadziły do przeceny na akcjach Banku Handlowego. Zakładając powtarzalność wyniku z 1Q'17 w całym roku (bez zdarzeń jednorazowych) konsensus prognoz jest obecnie za wysoki aż o 39%. Niemniej jednak oczekujemy, że wyniki Banku Handlowego w pozostałej części roku ulegną znacznej poprawie, co zamortyzuje niewątpliwą spadkę konsensusu. Zarząd banku uważa, że dwucyfrowe ROE w całym 2017 roku

może być trudne do osiągnięcia, co po wynikach za 1Q'17 uważamy za wręcz niewykonalne. Niemniej jednak w przypadku ogłoszenia ustawy spreadowej, podniesienia wagi ryzyka dla banków z ekspozycją na CHF oraz wprowadzeniem dobrowolnego programu przewalutowania kredytów sentyment do banków bez CHF i z silną pozycją kapitałową będzie znacznie lepszy, szczególnie biorąc pod uwagę dynamicznie rozwijającą się gospodarkę.

ING BSK
redukuj

Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		182,35 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)	23 723,7	
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	-1,0%	
P/E	21,1	18,9		16,2		14,4		Zmiana ceny: 6m	15,4%	
P/BV	2,2	2,3		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	43,0%	
DPS	4,0	4,3		0,0		2,8		Min (52 tyg.)	122,9	
DYield (%)	2,2	2,4		0,0		1,5		Max (52 tyg.)	186,5	

*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 rozwiązywania 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 czy Komercyjnego Banku, ze względu na słabszą pozycję kapitałową, a co za tym idzie możliwości dywidendowe.

Millennium
sprzedaj

Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		7,45 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)	9 037,7
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	5,1%
P/E	16,5	12,9		14,3		12,5		Zmiana ceny: 6m	40,6%
P/BV	1,4	1,3		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	60,9%
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.)	7,6

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy rekomendację 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 przełoży się na wskaźnik 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:		124,80 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-07-03	
		Cena docelowa:		137,42 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	4 166,6	4 382,0	5,2%	4 823,7	10,1%	5 205,8	7,9%	Liczba akcji (mln)		262,5	
Marża odsetkowa	2,5%	2,6%		2,7%		2,9%		MC (cena bieżąca)		32 756,3	
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		-7,6%	
P/E	14,3	14,4		14,5		13,9		Zmiana ceny: 6m		-5,5%	
P/BV	1,4	1,4		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m		-7,3%	
DPS	10,0	8,5		8,7		8,3		Min (52 tyg.)		115,8	
DYield (%)	8,0	6,8		7,0		6,7		Max (52 tyg.)		145,3	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla Pekao jednocześnie korygując cenę docelową o dywidendę w wysokości 8,68 do 137,42 PLN na akcję, która się odcięła w czerwcu. Bank Pekao jako jeden z nielicznych banków w Polsce będzie w stanie podtrzymać dotychczasowy strumień dywidend co uważamy, że będzie jednym z głównych punktów strategii nowego Prezesa Zarządu. 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.

PKO BP										redukuj									
Analitik: Michał Konarski				Cena bieżąca: 34,46 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)		43 075,0								
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		-3,7%								
P/E		16,5	15,0		14,7		13,0		Zmiana ceny: 6m		15,5%								
P/BV		1,4	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m		47,9%								
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.)		37,3								

*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 9,1% 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 miałaby zostać przedstawiona 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

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		916,00 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)		172 992,0	
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		-2,9%	
P/E	13,6	12,6		13,5		12,2		Zmiana ceny: 6m		2,7%	
P/BV	1,7	1,7		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m		1,9%	
DPS	62,0	62,0		40,0		41,0		Min (52 tyg.)		818,0	
DYield (%)	6,8	6,8		4,4		4,5		Max (52 tyg.)		988,0	

*przed kosztami rezerw

Zalecamy akumulowanie akcji Komerční Banka (cena docelowa na poziomie 1 011,37 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. Finalnie uważamy, że wyższy o 50 p.b. bufor antycykliczny nie będzie zagrożeniem dla dywidendy ze względu na emisję kapitału Tier2. Obecna wycena rynkowa stwarza nadal okazję inwestycyjną.

Erste Bank
akumuluj

Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		33,53 EUR				Data ostatniej aktualizacji:		2017-06-02	
		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)		14 409,0	
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		2,5%	
P/E	14,9	11,4		11,6		10,4		Zmiana ceny: 6m		15,8%	
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m		68,5%	
DPS	0,0	0,5		1,0		0,9		Min (52 tyg.)		19,0	
DYield (%)	0,0	1,5		3,0		2,8		Max (52 tyg.)		34,2	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla Erste Banku. 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:		9 050,00 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)	2 416,7		
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	4,0%		
P/E	38,0	12,0		11,4		10,4		Zmiana ceny: 6m	7,0%		
P/BV	2,0	1,7		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	43,4%		
DPS	147,0	181,7		222,9		230,8		Min (52 tyg.)	6 280,0		
DYield (%)	1,6	2,0		2,5		2,6		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 z lekką premią na wskaźniku 2017/18 P/BV.

PZU										kupuj											
Analityk: Michał Konarski					Cena bieżąca: 44,59 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)				38 504,5	
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				-0,8%	
P/E		16,4		19,6				16,4				11,5				Zmiana ceny: 6m				31,8%	
P/BV		3,0		3,0				2,7				2,5				Zmiana ceny: 12m				55,6%	
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.)				46,8	

Pozytywny sentyment do PZU odzwierciedla powołanie nowego Prezesa grupy, który jest gwarantem wykonania aktualnej strategii PZU oraz wyniki za 1Q'17 z zyskiem netto na poziomie 0,94 mld PLN. Uważamy, że pod rządami nowego Prezesa, PZU charakteryzować będzie nadal wysoka dywidenda oraz nadwyżkowy kapitał. Zaproponowana dywidenda przez Zarząd za 2016 rok w wysokości 1,40 PLN jest zgodna z naszymi oczekiwaniami i lekko poniżej oczekiwań

rynku. Uważamy, że zaproponowana dywidenda nie powinna być zaskoczeniem ze względu na zapowiedzianą akwizycję udziału w Banku Pekao. W przyszłości oczekujemy, że alokacja kapitału w aktyw 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.

Kruk

sprzedaj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 308,00 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)	5 666,6
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	-3,9%
P/E	25,8	22,8		20,3		17,9		Zmiana ceny: 6m	30,8%
P/BV	6,8	4,6		4,0		3,5		Zmiana ceny: 12m	52,6%
DPS	1,5	1,9		3,9		6,1		Min (52 tyg.)	194,8
DYield (%)	0,5	0,6		1,3		2,0		Max (52 tyg.)	320,5

Podtrzymujemy naszą rekomendację sprzedaj dla Kruka. 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.

Prime Car Management

kupuj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:		35,80 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)	426,3
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	4,4%
P/E	11,0	11,8		10,4		9,4		Zmiana ceny: 6m	6,2%
P/BV	0,9	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	14,7%
DPS	5,3	5,5		3,2		3,5		Min (52 tyg.)	29,0
DYield (%)	14,7	15,4		8,8		9,6		Max (52 tyg.)	37,9

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj na Prime Car Management (Grupa Masterlease) oraz cenę docelową na poziomie 46,43 PLN na akcję. W 1Q'17 PCM osiągnął zysk netto na poziomie 12,17 mln PLN, co oznacza wzrost o 31,4% R/R i 45,9% Q/Q. Wyniki PCM w 1Q'17 stanowią 30% konsensusu oraz 31% naszej prognozy. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami Zarząd zarekomendował dywidendę w wysokości 2,36 PLN na akcję, co przekłada się na 100% zysku jednostkowego oraz wskaźnik DY na

poziomie 7,6%. Jednocześnie wbrew sygnałom od Zarządu PCM jest na dobrej drodze, aby spełnić wymagania programu motywacyjnego (40 mln PLN w 2017 roku). Na wskaźniku 2017P P/BV 0,9x 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 8-10%) w sektorze oraz bardzo silną pozycję na rynku lokalnym (#1).

Skarbiec Holding										kupuj									
Analityk: Michał Konarski				Cena bieżąca:		29,48 PLN								Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27			
				Cena docelowa:		46,28 PLN													
(mln PLN)		14/15	15/16	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)		201,1								
Przychody ogółem		75,4	86,6	14,9%	96,5	11,4%	105,6	9,4%	Free float		25,4%								
Koszty ogółem		-60,1	-58,4	-2,8%	-63,3	8,4%	-67,5	6,7%											
Zysk brutto		16,2	28,7	77,1%	33,6	17,1%	38,5	14,6%											
Zysk netto		13,0	23,2	78,8%	27,2	17,1%	31,1	14,6%											
ROE		13,9%	25,9%		30,0%		33,6%		Zmiana ceny: 1m		-6,7%								
P/E		15,5	8,7		7,4		6,5		Zmiana ceny: 6m		2,7%								
P/BV		2,3	2,2		2,2		2,1		Zmiana ceny: 12m		0,5%								
DPS		3,1	3,4		3,7		4,3		Min (52 tyg.)		26,5								
DYield (%)		10,6	11,4		12,5		14,5		Max (52 tyg.)		35,0								

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj (cena docelową na poziomie 46,28 PLN/akcję). Negatywny sentyment do Spółki został wywołany przez zmiany kadrowe, które objęły CIO. Zmiany kadrowe nastąpiły po ogłoszeniu przejęcia znaczącego pakietu akcji przez spółkę Murapol od funduszu PE Enterprise Investors. Niemniej jednak oczekujemy, że sytuacja w Spółce ulegnie normalizacji wraz z zatrudnieniem Pani Ewy Radkowskiej-Świętoń z NN PTE. Oczekujemy, że sentyment do Skarbca powinien się także poprawiać

dzięki bardzo dobrym wynikom osiągniętym w 1Q'17. Przychody Skarbca wzrosły w kwartale o 56,2% Q/Q oraz 79,3% R/R, lekko powyżej naszych oczekiwań. Tak dynamiczny wzrost przychodów był spowodowany wysoką opłatą zmienną na poziomie 11,4 mln PLN,. Ponadto, Skarbiec zanotował kwartalny wzrost opłaty stałej (+3,5% Q/Q oraz + 14,9% R/R). Opłata zmienna zaksięgowana w 1Q'17 pozwoli na wypłatę wysokiej dywidendy w 2018 roku.

Paliwa, chemia

Ciech										kupuj		
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		61,05 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-06-02		
		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)		3 217,3		
marża EBITDA	21,6%	25,6%		20,9%		17,9%		EV (cena bieżąca)		4 248,5		
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	9,4	5,4		9,0		11,6		Zmiana ceny: 1m		-12,3%		
P/BV	2,4	1,8		1,7		1,6		Zmiana ceny: 6m		1,7%		
EV/EBITDA	6,5	4,9		5,6		6,3		Zmiana ceny: 12m		15,2%		
DPS	0,00	2,85		0,00		3,73		Min (52 tyg.)		52,3		
DYield (%)	0,0	4,7		0,0		6,1		Max (52 tyg.)		82,7		

Odbudowanie zapasów w Chinach w sektorze Automotive oraz chęć chłodzenia przez Bank Centralny rynku nieruchomości wpłynęły na lokalną korektę cen sody w Azji (z 235 USD/t do 215 USD/t). W tym samym czasie ceny w Europie były stabilne i wahają się w przedziale 250-252 USD/t. Na początku roku nadal obserwujemy spadek eksportu sody z Chin (YTD -21% r/r), co przekłada się na stabilne ceny w innych regionach świata. Negatywnym czynnikiem wpływającym na Ciech w krótkim terminie jest

obserwowane umocnienie PLN do USD (spadek cen sody w PLN). Spółka w 1Q'17 naszym zdaniem przedstawiła relatywnie słabe wyniki w efekcie wzrostu cen surowców energetycznych. W 2Q'17 presja ze strony kosztów może zelżeć w efekcie spadków cen gazu ziemnego w Niemczech oraz cen koksu. Dynamiczny spadek cen kursu w ostatnich miesiącach wykorzystywalibyśmy do kupna akcji Grupy Ciech. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Grupa Azoty									kupuj		
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		63,30 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-07-03	
		Cena docelowa:		74,30 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	10 007,9	8 955,7	-10,5%	9 693,7	8,2%	10 173,3	4,9%	Liczba akcji (mln)		99,2	
EBITDA	1 303,7	996,7	-23,6%	1 203,7	20,8%	1 256,3	4,4%	MC (cena bieżąca)		6 279,1	
marża EBITDA	13,0%	11,1%		12,4%		12,3%		EV (cena bieżąca)		7 668,9	
EBIT	824,4	486,1	-41,0%	684,1	40,7%	665,2	-2,8%	Free float		22,9%	
Zysk netto	604,6	343,3	-43,2%	494,7	44,1%	459,6	-7,1%				
P/E	10,4	18,3		12,7		13,7		Zmiana ceny: 1m		-2,7%	
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 6m		-2,6%	
EV/EBITDA	5,3	7,2		6,4		6,3		Zmiana ceny: 12m		-8,3%	
DPS	0,00	0,84		0,79		1,00		Max (52 tyg.)		51,8	
DYield (%)	0,0	1,3		1,2		1,6		Min (52 tyg.)		76,6	

Grupa Azoty jest beneficjentem rosnących cen pszenicy, które reagują na obniżenie perspektywy zbiorów zbóż w Rosji (ze 110 mln ton do 100-105 mln ton) oraz niskie odczyty odnośnie jakości pszenicy w USA (tylko 41% upraw zakwalifikowane zostało jako dobre i bardzo dobre – jest to najniższy poziom od 2002 roku). Spółka począwszy od 2Q'17 wchodzi w okres niskiej bazy rezultatów, co przy lepszych perspektywach dla segmentu tworzyw sztucznych i produktów chemicznych pozwoli prawdopodobnie na wyraźną poprawę rezultatów w okresie 2Q-4Q'17.

W segmencie nawozów w 2Q'17 Grupa korzystała będzie z niższych cen gazu ziemnego (cena zakupowa w 2Q'17 -4% q/q) oraz odbijających od XII'16 cen nawozów na rynku krajowym. Według naszych szacunków w 2Q'17 wynik EBITDA może wzrosnąć o 63% r/r, w 3Q'17 o 91% r/r, a w 4Q'17 o 49% r/r. W efekcie w całym roku Spółka odnotowałaby około 20% poprawę rezultatów na poziomie EBITDA. W związku ze spadkiem kursu akcji po sprzedaży udziałów przez EBOR podwyższamy naszą rekomendację z akumuluj do kupuj dla akcji Grupy Azoty.

Lotos sprzedaj								
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 51,00 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		9,3		16,0		12,5		Zmiana ceny: 1m
P/BV	1,2	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	13,3	4,9		8,0		5,9		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 odchylił się w czerwcu in minus od notowań Orlenu, co w pełni znajduje uzasadnienie we wrażliwości wyników obydwu koncernów na ceny ropy. W przypadku Lotosu ostatnie tąpnięcie notowań surowca przy dość stabilnej rentowności w obszarze rafinerii (wzrost marż na HSFO jest w dużym stopniu neutralizowany przez spadek dyferencjału i pogorszenie cracków benzynowych i dieslowych) jest jednoznacznie negatywne i nie oczekujemy, aby w najbliższych tygodniach kurs Spółki nadrabiał dystans do konkurenta z Płocka. Przypominamy naszą opinię, że bazując na wynikach 1Q rynek przyjął zbyt optymistyczne założenia co do kosztów przestoju remontowego na 2Q. Nie zmieniamy też

konserwatywnego scenariusza, co do rentowności przerobu w drugim półroczu i dlatego na razie pozostawiamy nasze prognozy EBITDA LIFO bez zmian, mimo wykonania po 1Q na poziomie 36%. Tymczasem podobnie jak w przypadku Orlenu, wycena Lotosu (EV) nadal 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). Negatywna rekomendacja pozostaje w mocy.

MOL redukuj								
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 21 225 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		8,3		12,7		10,7		Zmiana ceny: 1m
P/BV	1,5	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	4,6	5,0		5,3		4,8		Zmiana ceny: 12m
DPS	485,49	536,96		563,81		592,00		Min (52 tyg.)
DYield (%)	2,3	2,5		2,7		2,8		Max (52 tyg.)

Po relatywnie mocnym maju, w czerwcu akcje MOL-a zachowywały się słabiej od polskich rafinerii i indeksu sektorowego. Spadek cen ropy przy braku istotnych zmian rentowności w rafinerii (poprawa cracków na HSFO zneutralizowana przez obniżenie dyferencjału Ural/Brent) i petrochemii to oczywiście negatywny scenariusz makro 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 rafineryjny (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 5,8x uważamy za mało atrakcyjny. Pozostawiamy rekomendację redukuj bez zmian.

PGNiG
kupuj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		6,32 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)	36 518,9		
marża EBITDA	16,7%	18,0%		19,9%		20,4%		EV (cena bieżąca)	35 460,6		
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	17,5	15,5		11,9		9,6		Zmiana ceny: 1m	-4,0%		
P/BV	1,2	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 6m	12,9%		
EV/EBITDA	6,2	6,2		5,0		4,2		Zmiana ceny: 12m	12,5%		
DPS	0,20	0,18		0,24		0,32		Min (52 tyg.)	4,6		
DYield (%)	3,2	2,8		3,8		5,1		Max (52 tyg.)	6,8		

Podtrzymujemy opinię, że w perspektywie tego roku ewentualne ubytki w obszarze E&P z tytułu spadku cen ropy, powinny być skompensowane w segmencie obrotu. Przypominamy, że bardzo dobre wyniki 1Q sygnalizują konieczność podniesienia prognoz rynkowych na cały rok o co najmniej 0,6 mld PLN na poziomie EBITDA (+10%), szczególnie że część wyniku z obszaru dystrybucji zostanie rozpoznana w 2Q (efekt kosztów bilansowania). Nadal rynek nie zdyskontował oczekiwanych przez nas pozytywnych efektów liberalizacji rynku, która od października pozwoli na realizację stabilnej marży handlowej (w zależności od przyjętego wariantu może sięgać od 0,5 mld PLN do nawet 1 mld PLN) oraz zwrot kosztów

utrzymania magazynów i regazyfikacji gazu LNG. Istotnym katalizatorem może być również oczekiwana decyzja inwestycyjna w zakresie Baltic Pipe, uwarunkowana rezerwacją odpowiedniej mocy przesyłowej w procedurze *open season* (zakładamy że to tylko formalność). Uruchomienie tego projektu da Zarządowi zielone światło dla akwizycji złóż na szelfie norweskim, co pozwoliłoby na „konwersję” nadpłynności na bilansie na znaczący strumień EBITDA w obszarze E&P. Dodatkowo zbliżamy się powoli do terminu ogłoszenia wyroku w sporze z Gazpromem, który może przynieść zarówno istotną kompensatę wsteczną, jak i zmiany w formule kontraktowej. Rekomendacja kupuj pozostaje aktualna.

PKN Orlen
sprzedaj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		111,90 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)	47 860,6		
marża EBITDA	7,1%	12,1%		6,2%		5,2%		EV (cena bieżąca)	57 455,6		
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	16,9	9,1		13,8		17,7		Zmiana ceny: 1m	5,8%		
P/BV	2,2	1,8		1,7		1,6		Zmiana ceny: 6m	32,0%		
EV/EBITDA	9,1	5,6		8,3		9,0		Zmiana ceny: 12m	62,6%		
DPS	1,65	2,00		2,40		2,88		Min (52 tyg.)	62,2		
DYield (%)	1,5	1,8		2,1		2,6		Max (52 tyg.)	121,6		

Spadek cen ropy pozwolił notowaniom wrócić na szczyty w okolice 120 PLN. Warto jednak zwrócić uwagę na fakt, iż w ostatnich tygodniach dyferencjał Ural/Brent spadł poniżej 1 USD/Bbl, a cracki na paliwach transportowych również znalazły się pod presją (nadpodaż w USA i słabnąca dynamika popytu w ujęciu globalnym) i utrzymanie modelowej marży powyżej 6 USD/Bbl było możliwe wyłącznie za sprawą rekordowej rentowności na ciężkim oleju opałowym związanej z przeceną surowca (trudno uznać to za czynnik do utrzymania w średnim terminie). W petrochemii mimo taniejącej ropy obserwowaliśmy w tym czasie nawet kompresję marż, co prawdopodobnie odzwierciedla już obawy o znaczny wzrost podaży w 2H'17 z nowych instalacji w USA i na Bliskim Wschodzie. Nadal uważamy, że aktualna

wycena Orlenu dyskontuje utrzymanie 10 mln PLN EBITDA LIFO w średnim terminie i nie pozostawia miejsca na negatywne zaskoczenia. Zakładamy powrót cen ropy w okolice 60 USD/Bbl (wypzedaż zapasów z krajów objętych porozumieniem OPEC już się kończy i podaż powinna teraz spadać adekwatnie do zrealizowanych cięć w produkcji), co będzie wywierać presję na rentowność przerobu (powrót rafinerii rosyjskich na rynek, pogorszenie cracku na HSFO, normalizacja dynamiki popytu i wzrost zapasów związany z rosnącą podażą paliw i rekordowym wykorzystaniem mocy w rafineriach). Zwracamy również uwagę, że akcje PKN w ujęciu YTD są lepsze od sektorowego indeksu rafinerii europejskich o 18 punktów procentowych.

Polwax kupuj								
Analitik: Kamil Kliszcz			Cena bieżąca: 14,60 PLN			Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-13		
			Cena docelowa: 25,95 PLN					
(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	6,2	7,2		6,1		6,3		Zmiana ceny: 1m
P/BV	1,9	1,7		1,4		1,2		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	5,2	5,7		5,3		6,3		Zmiana ceny: 12m
DPS	1,22	1,06		0,68		0,48		Min (52 tyg.)
DYield (%)	8,4	7,3		4,7		3,3		Max (52 tyg.)

Spadki cen ropy ponownie istotnie poprawiły rentowność na ciężkich pozostałościach w rafineriach, co nie jest wariantem korzystnym dla Polwaxu. Oznacza to bowiem większą podaż gaczy na rynku (rafinerie o gorszej strukturze uzysków w takich warunkach przerabiają więcej surowca), co podobnie jak w ubiegłym roku może wywierać presję na ceny parafiny. W tym kontekście Spółka może mieć problem z utrzymaniem wyższych cen wprowadzonych na przełomie 1Q i 2Q'17, co będzie miało przełożenie na marżę brutto. Na razie podtrzymujemy nasz scenariusz odbicia notowań ropy, ale jeśli ceny utrzymają się

poniżej 50 USD/Bbl, zrealizowanie prognozy ponad 35 mln PLN może być trudne. W 1Q Polwax poprawił co prawda wynik EBITDA w ujęciu r/r o 4% osiągając 5,8 mln PLN, ale nie jest to jeszcze skala, która mogłaby uwiarygodnić w oczach rynku nasze roczne prognozy (wykonanie 16% vs. 18% w analogicznym momencie roku 2016). Podtrzymujemy rekomendację kupuj, ale zwracamy uwagę że nasze prognozy dywidend na najbliższe lata nie są już aktualne z uwagi na jednoznaczny komunikat Zarządu wynikający z wyższych od pierwotnie zakładanych nakładach inwestycyjnych na projekt Future.

Synthos sprzedaj								
Analitik: Jakub Szkopek			Cena bieżąca: 4,85 PLN			Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-17		
			Cena docelowa: 3,72 PLN					
(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	15,1	23,1		13,4		17,6		Zmiana ceny: 1m
P/BV	2,8	3,3		2,9		2,9		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	11,5	11,9		9,3		11,1		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,25	0,53		0,50		0,25		Min (52 tyg.)
DYield (%)	5,2	10,9		10,3		5,2		Max (52 tyg.)

W związku z wysokimi zapasami kauczuków w Chinach import kauczuków naturalnych do tego kraju spadł w IV'17 o 10% r/r, a w V'17 o 14,8% r/r. Import kauczuków syntetycznych do Chin w 2Q'17 wyraźnie spowolnił, co wynika z wysokich stanów magazynowych surowca w Azji. Zapasy kauczuków naturalnych w największym porcie chińskim Qingdao utrzymują się na najwyższym historycznie poziomie, a kauczuków syntetycznych dochodzą do poziomów z początku 2016 roku (trzeci najwyższy wynik w historii). Mocne tąpnięcie cen butadienu w Azji i

Europie powoduje, że w 2Q'17 Synthos nie będzie już beneficjentem posiadanej integracji pionowej. Dodatkowym problemem dla Grupy Synthos są obserwowane w 2Q'17 spadające marże na produktach styrenowych. Po wypłacie ponad 1 PLN dywidendy na akcję Synthos będzie nominalnie najbardziej zadłużoną spółką w polskiej branży chemicznej. Nie oczekiwaliśmy tak znaczących wypłat dywidend jak miało to miejsce w 2016 i 2017 roku. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj dla Grupy Synthos.

Energetyka

CEZ										akumuluj	
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		398,00 CZK				Data ostatniej aktualizacji:		2017-06-27	
		Cena docelowa:		453,01 CZK							
(mln CZK)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln CZK)			
Przychody	210 167,0	203 744,0	-3,1%	205 142,8	0,7%	205 585,0	0,2%	Liczba akcji (mln)		538,0	
EBITDA	65 265,0	58 206,0	-10,8%	56 447,9	-3,0%	56 991,1	1,0%	MC (cena bieżąca)		214 119,9	
marża EBITDA	31,1%	28,6%		27,5%		27,7%		EV (cena bieżąca)		376 035,7	
EBIT	28 961,0	26 114,0	-9,8%	26 586,9	1,8%	26 894,7	1,2%	Free float		29,5%	
Zysk netto	20 739,0	14 281,0	-31,1%	18 415,2	28,9%	16 170,8	-12,2%				
P/E	10,3	15,0		11,6		13,2		Zmiana ceny: 1m		-11,1%	
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 6m		-6,9%	
EV/EBITDA	5,4	6,2		6,7		6,6		Zmiana ceny: 12m		-7,6%	
DPS	39,61	39,64		33,00		30,81		Min (52 tyg.)		398,0	
DYield (%)	10,0	10,0		8,3		7,7		Max (52 tyg.)		470,9	

CEZ od początku roku praktycznie nie bierze udziału w hossie sektorowej, jaka jest odzwierciedlona zarówno na indeksie MSCI EU Utilities (+14% YTD), jak i WIG-Energia (+20% YTD). Głównym powodem słabszego sentymentu do Spółki może być wzrost ryzyka politycznego w Czechach przed październikowymi wyborami parlamentarnymi, gdyż tradycyjnie koncern znalazł się wśród istotnych tematów kampanii wyborczej. Realizacja niektórych populistycznych postulatów mogłaby oczywiście zaowocować kompresją wskaźników wyceny CEZ, ale dotychczasowe działania (nie zapowiedzi) dwóch największych partii czeskich sugerują, że mało realne jest odejście od dotychczasowej zdroworozsądkowej i rynkowej linii zarządzania Spółką. Jeśli chodzi o perspektywę wyników to w naszej opinii tegoroczna

prognoza EBITDA przedstawiona przez Zarząd jest dość konserwatywna, a w przyszłym roku, wbrew konsensusowi i pomimo kilku pozytywnych zdarzeń jednorazowych w tym roku, powinniśmy już zanotować dodatnią dynamikę r/r (dyspozycyjność mocy jądrowych, nowe elektrownie węglowe, wzrost wyników w OZE). Dodatkowo, dzięki podwyższonej stopie wypłaty, mimo niższych poziomów zysku netto, spółka oferuje DYield prawie 30% wyższy od średniej dla branży. Dodatkowym katalizatorem dla notowań, dzięki integracji pionowej wytwarzania, powinien być ostatni ponowny wzrost cen węgla ARA przekładający się na ceny energii. Przypominamy, że każde dodatkowe 1 EUR/MWh implikuje 1,5 mld CZK wzrostu EBITDA. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Enea <trzymaj< th=""></trzymaj<>									
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		13,36 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2017-06-27	
		Cena docelowa:		12,60 PLN					
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	9 848,4	11 255,7	14,3%	11 444,2	1,7%	12 214,0	6,7%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	2 129,9	2 327,8	9,3%	2 611,5	12,2%	3 042,1	16,5%	MC (cena bieżąca)	5 897,7
marża EBITDA	21,6%	20,7%		22,8%		24,9%		EV (cena bieżąca)	13 200,2
EBIT	-162,1	1 119,3		1 416,0	26,5%	1 652,2	16,7%	Free float	48,5%
Zysk netto	-434,9	784,4		934,0	19,1%	1 002,9	7,4%		
P/E		7,5		6,3		5,9		Zmiana ceny: 1m	12,0%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 6m	39,0%
EV/EBITDA	5,0	4,8		5,1		4,3		Zmiana ceny: 12m	34,9%
DPS	0,47	0,00		0,25		0,32		Min (52 tyg.)	8,4
DYield (%)	3,5	0,0		1,9		2,4		Max (52 tyg.)	13,4

Kurs Enei wzrósł YTD o prawie 40%, co jest najlepszym wynikiem w sektorze. Katalizatorem odwrócenia negatywnego sentymentu okazała się transakcja przejęcia Engie Polska, zarówno z uwagi na niską cenę, jak i przedstawienie relatywnie niskich wymagań inwestycyjnych na dostosowanie tych aktywów do norm BAT. Uwzględnienie wyników Elektrowni Połaniec w naszych prognozach oraz przyjęty bardziej optymistyczny dla sektora scenariusz aukcji rynku mocy od 2021 roku wpłynęły na znaczące podniesienie naszej ceny docelowej do poziomu

12,60 PLN/akcję. W tym kontekście w ostatnim raporcie analitycznym (*Energetyka*, z dn. 27.06.2017) zamknęliśmy naszą nietrafioną negatywną rekomendację i podnieśliśmy zalecenie do trzymaj. Jednocześnie zwracamy uwagę, iż w prognozach na rok 2018 należy uwzględnić pogorszenie rentowności w obrocie oraz ubytek wolumenów związany z przestojem kolejnego bloku 560 MW, które w części zneutralizują pozytywny efekt oddania do użytku inwestycji w Koźlenicach.

Energia trzymaj								
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 10,47 PLN		Cena docelowa: 10,71 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-06-27		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	10 804,0	10 181,0	-5,8%	10 506,2	3,2%	10 797,0	2,8%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	2 213,0	2 027,0	-8,4%	1 909,7	-5,8%	1 993,3	4,4%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	20,5%	19,9%		18,2%		18,5%		EV (cena bieżąca)
EBIT	1 280,0	487,0	-62,0%	930,7	91,1%	1 007,6	8,3%	Free float
Zysk netto	832,0	151,0	-81,9%	635,3	320,7%	629,0	-1,0%	
P/E	5,2	28,7		6,8		6,9		Zmiana ceny: 1m
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	3,7	4,5		4,7		4,6		Zmiana ceny: 12m
DPS	1,44	0,49		0,19		0,23		Min (52 tyg.)
DYield (%)	13,7	4,7		1,8		2,2		Max (52 tyg.)

Notowania Energi wzrosły w tym roku o prawie 20% i trzymają tempo indeksu sektorowego, pomimo iż Spółka w tym roku negatywnie odstaje od grupy porównawczej jeśli chodzi o wyniki finansowe, a rynkowy konsensus EBITDA na lata 2017-19 powinien być naszym zdaniem skorygowany w dół o około 5%. Poprawę sentymentu na przestrzeni ostatnich 6 miesięcy dobrze odzwierciedla również zanik dyskonta do indeksu WIG-Energia na poziomie EV/EBITDA 12M Fwd, który jeszcze pod koniec 2016 roku sięgał 15%. Biorąc powyższe pod uwagę nie widzimy obecnie potencjału do dalszego wzrostu kursu

i utrzymujemy neutralną rekomendację (w ostatnim raporcie analitycznym *Energetyka* z dn. 27.06.2017 podnieśliśmy jednak cenę docelową do 10,71 PLN z uwagi na zaaplikowany bardziej optymistyczny scenariusz dla rynku mocy od 2021 roku). Jednocześnie zwracamy uwagę, że kluczowym pozytywnym katalizatorem dla Energi mogłoby być ewentualne „uzdrowienie” systemu zielonych certyfikatów, na którym obecnie traci rocznie około 200 mln PLN. Niestety na razie nie pojawiają się żadne deklaracje w tym temacie ze strony Ministerstwa Energii.

PGE kupuj								
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 12,11 PLN		Cena docelowa: 14,46 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-06-27		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	28 542,0	28 092,0	-1,6%	22 391,0	-20,3%	23 335,4	4,2%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	8 228,0	7 376,0	-10,4%	6 824,0	-7,5%	8 135,9	19,2%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	28,8%	26,3%		30,5%		34,9%		EV (cena bieżąca)
EBIT	-3 589,0	3 512,0		4 135,6	17,8%	5 076,5	22,8%	Free float
Zysk netto	-3 032,0	2 568,0		3 119,9	21,5%	3 716,8	19,1%	
P/E		8,8		7,3		6,1		Zmiana ceny: 1m
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	3,0	3,7		5,1		4,3		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,78	0,25		0,00		0,00		Min (52 tyg.)
DYield (%)	6,5	2,1		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

Notowania PGE wzrosły YTD o 17%, ale odstają in minus od indeksu branżowego, co prawdopodobnie jest pochodną zaskakującego zawieszenia wypłaty dywidend na najbliższe 3 lata. Zwracamy jednak uwagę, że Spółka jest obecnie wyceniana najniżej w sektorze na wskaźniku EV/EBITDA 2018-19, a jednocześnie będzie generować najwyższy FCF yield w perspektywie najbliższych 5 lat, a już teraz ma najniższy wskaźnik zadłużenia netto. Rynek obawia się, że potencjał bilansu PGE będzie konsumowany na „toksyczne” projekty inicjowane przez rząd, ale naszym zdaniem biorąc pod uwagę ustabilizowanie sytuacji górnictwa i jednoznaczne zapowiedzi ministerstwa energii dotyczące wprowadzenia systemów wsparcia (rynek mocy, kogeneracja), ryzyko to jest przeszacowywane. Ostatnie akwizycja EDF

Polska oraz planowana konsolidacja komunalnego sektora ciepłowniczego w takim otoczeniu regulacyjnym mogą budować wartość dla akcjonariuszy PGE. W tym kontekście planowana na wrzesień publikacja strategii dla kogeneracji i związane z tym wyodrębnienie w sprawozdaniu segmentowym EBITDA tego regulowanego obszaru powinny teoretycznie zaowocować ekspansją wskaźników wyceny PGE. Dodatkowym katalizatorem powinna być też oczekiwana przez nas rewizja rynkowych prognoz, które dla tego roku są naszym zdaniem zaniżone na EBITDA o około 8%. Uwzględniając wyższe szacunki wyników i konsolidację EDF Polska zalecamy kupowanie akcji PGE.

Tauron										trzymaj		
Analitik: Kamil Kliszc			Cena bieżąca:		3,58 PLN			Data ostatniej aktualizacji:			2017-06-27	
			Cena docelowa:		3,67 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)				
Przychody	18 264,4	17 646,5	-3,4%	17 533,1	-0,6%	17 973,1	2,5%	Liczba akcji (mln)		1 752,5		
EBITDA	3 523,2	3 336,8	-5,3%	3 745,8	12,3%	3 633,9	-3,0%	MC (cena bieżąca)		6 274,1		
marża EBITDA	19,3%	18,9%		21,4%		20,2%		EV (cena bieżąca)		16 141,1		
EBIT	-1 901,2	801,5		2 087,0	160,4%	1 970,7	-5,6%	Free float		54,5%		
Zysk netto	-1 807,4	367,5		1 528,4	315,9%	1 336,3	-12,6%					
P/E		17,1		4,1		4,7		Zmiana ceny: 1m		4,7%		
P/BV	0,4	0,4		0,3		0,3		Zmiana ceny: 6m		22,2%		
EV/EBITDA	4,0	4,5		4,3		4,8		Zmiana ceny: 12m		21,4%		
DPS	0,15	0,00		0,00		0,00		Min (52 tyg.)		2,4		
DYield (%)	4,2	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		3,7		

Akcje Tauronu w ujęciu YTD znajdują się w czołówce sektorowego indeksu i wszystko wskazuje na to, że Spółka na dłużej utrzyma niewielką premię do grupy porównawczej na wskaźniku EV/EBITDA 12M Fwd. Tegoroczny konsensus ma jeszcze potencjał do rewizji w górę, ale po korekcie o pozytywne odwrócenie rezerw z 1Q'17 skala korekty może sięgnąć tylko około 5%. W kolejnym roku o pozytywne zaskoczenia może być już trudniej z uwagi na wysoką bazę w obrocie i planowany kapitalny remont bloku 460 MW w Łagiszy. W kontekście coraz bliższej perspektywy wprowadzenia rynku mocy i znacznego spadku ryzyka

przekroczenia kowenantów kredytowych, trudno oczekiwać też, aby planowana umowa z PFR w Jaworznie wpłynęła istotnie na notowania Spółki. Zwracamy również uwagę na bardzo możliwe zmiany w funkcjonowaniu ORM od przyszłego roku. Prawdopodobnie wpływ netto na płatności do sektora tej reformy będzie neutralny, ale Tauron ze swoją flotą jednostek typowo szczytowych może odczuć to poprzez zmniejszenie przewidywalności przychodów (incydentalne wysokie płatności w okresach niedoboru mocy i niska średnia utylizacja mocy). W tym kontekście utrzymujemy neutralną rekomendację.

Telekomunikacja, media, IT

Netia akumuluj								
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 4,13 PLN		Cena docelowa: 4,90 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27		
(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)
EBITDA	449,0	426,4	-5,0%	390,4	-8,5%	370,5	-5,1%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	28,6%	28,0%		27,0%		26,4%		EV (cena bieżąca)
EBIT	27,9	25,2	-9,6%	12,3	-51,2%	14,0	13,4%	Free float
Zysk netto	2,2	32,7	1376,1%	1,5	-95,3%	1,3	-14,6%	
P/E	649,9	42,9		913,8		1 070,0		Zmiana ceny: 1m
P/BV	0,7	0,7		0,8		0,8		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	3,8	3,8		4,3		4,7		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,60	0,48		0,20		0,20		Min (52 tyg.)
DYield (%)	14,5	11,5		4,8		4,8		Max (52 tyg.)

Po dobrych wynikach za 1Q'17 i po wypłacie dywidendy rzędu 0,38 PLN na akcję (DYield = 8,2% na dzień dywidendy), podtrzymujemy pozytywne podejście do Netii. Dodatkowo, patrząc z szerszej perspektywy, Spółka 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 gracze mobilni, aby utrzymać pozycję konkurencyjną (w pierwszej kolejności T-Mobile i P4) będą zainteresowani

dołączeniem stacjonarnej części przez co 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.

Orange Polska kupuj								
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 5,13 PLN		Cena docelowa: 7,10 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-06-30		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	11 840,0	11 538,0	-2,6%	11 369,7	-1,5%	11 172,5	-1,7%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	3 443,0	1 371,0	-60,2%	2 955,3	115,6%	2 938,8	-0,6%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	29,1%	11,9%		26,0%		26,3%		EV (cena bieżąca)
EBIT	572,0	-1 354,0		368,9		483,9	31,2%	Free float
Zysk netto	254,0	-1 746,0		76,8		167,7	118,4%	
P/E	26,5			87,7		40,1		Zmiana ceny: 1m
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	3,1	10,0		4,4		4,5		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,50	0,25		0,00		0,00		Min (52 tyg.)
DYield (%)	9,7	4,9		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

Orange Polska postawiło na agresywne zdobywanie klientów od początku 2015 r. Strategia przyniosła dwukrotnie większy wzrost klientów abonamentowych telefonii mobilnej w ciągu roku, ale z drugiej strony przełożyła się na istotny wzrost kosztów sprzedaży (zwłaszcza przez subsydia sprzętu telefonicznego) i dość duże spadki ARPU. Sądzymy, że w nadchodzących kwartałach telekom skoncentruje się na generowaniu wartości w ramach posiadanej bazy klientów, co istotnie złagodzi spadki na linii EBITDA. Szacujemy, że w 2Q'17 wynik spadnie tylko 2% R/R (i 5% w 3Q'17, głównie ze względu na regulacje RLAH), co inwestorzy powinni odebrać jako oznakę stabilizacji po ośmiu

kwartałach, kiedy średnia dynamika wyniku EBITDA R/R wyniosła aż -11,9%. Oczekujemy, że koncentracja na monetyzacji klientów będzie jednym z głównych punktów aktualizacji strategii zapowiedzianej na wrzesień 2017. Spodziewamy się, że przy stabilizacji wyników inwestorzy skoncentrują się na potencjale Orange Polska, jaki widzimy w (1) optymalizacji nieefektywnej struktury kosztowej, (2) monetyzacji sieci FTTH i (3) przywiązywaniu bazy abonentkiej jedynie na rynku ofertą konwergentną. Wbrew konsensusowi rynkowemu, podtrzymujemy nasze pozytywne podejście.

Agora akumuluj								
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 14,92 PLN		Cena docelowa: 13,90 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27		
(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)
EBITDA	120,7	114,9	-4,8%	114,2	-0,6%	113,9	-0,3%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	10,2%	9,6%		9,3%		9,0%		EV (cena bieżąca)
EBIT	18,7	16,7	-10,9%	-0,5		3,0		Free float
Zysk netto	12,7	-13,2		-4,3	-67,7%	-1,1	-74,2%	
P/E	56,0							Zmiana ceny: 1m
P/BV	0,6	0,6		0,7		0,7		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	6,8	6,5		6,8		6,8		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,19	0,77		0,60		0,75		Min (52 tyg.)
DYield (%)	1,3	5,1		4,0		5,0		Max (52 tyg.)

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Agory. Pomimo straty na linii netto zanotowanej w 2016 r., Spółka postanowiła podtrzymać politykę podziału z akcjonariuszami i uchwaliła skup akcji w miejsce dywidendy. Przypominamy też dobre wyniki za 1Q'17. Przychody wyniosły 301,0 mln PLN i wzrosły o ponad 4% R/R. Największy wpływ na wzrost przychodów miały wyższe o 29,0% wpływy w segmencie Film i Książka. Oprócz dobrej koniunktury w kinach Helios, wpływ na wysokie obroty segmentu miały także produkcje i koprodukcje filmowe (m.in. „Sztuka Kochania. Historia Michaliny Wisłockiej”), które trudno traktować po kilku dobrych kwartałach za czynnik jednorazowy. Zwracamy także uwagę na dobre wyniki

segmentu Prasa i Druk, co potwierdza korzystne efekty restrukturyzacji grupy z 2H'16. Warto zwrócić uwagę, że rozpowszechniania płatne Gazety Wyborczej zmniejszyło się do 228,4 tys. egz., tj. było niższe R/R o 28,1%, a segment poprawił wynik EBITDA o 1,8 mln PLN. Agora jest obecnie wyceniana na wskaźniku EV/EBITDA'17=6,8x, 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) niewielki poziom zadłużenia netto/EBITDA, (3) planowane dalsze oszczędności kosztowe oraz (4) nieustanną politykę podziału zysku z akcjonariuszami.

Cyfrowy Polsat redukuj								
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 24,67 PLN		Cena docelowa: 22,30 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27		
(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)
EBITDA	3 685,1	3 640,8	-1,2%	3 484,8	-4,3%	3 484,5	0,0%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	37,5%	37,4%		36,1%		35,8%		EV (cena bieżąca)
EBIT	1 985,8	1 669,3	-15,9%	1 634,9	-2,1%	1 744,6	6,7%	Free float
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
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	7,2	7,4		7,4		7,0		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,00	0,00		0,34		0,49		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,0	0,0		1,4		2,0		Max (52 tyg.)

Podtrzymujemy negatywne podejście do Cyfrowego Polsatu. Sądzymy, że spadek kursu o 9% w ciągu ostatniego miesiąca jest uzasadniony. Po pierwsze, wyniki finansowe za 2Q'17 i 3Q'17 nie będą szczególnie dobre ze względu na wysoką bazę w postaci EURO'16 sprzed roku. Po drugie, proces IPO operatora sieci Play może niekorzystnie odbić się na notowaniach. 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, jak i poziom wypłacanej dywidendy nawet w dłuższej perspektywie. Dodatkowo, ze strategicznego punktu

widzenia: na terenach mało zurbanizowanych Cyfrowy Polsat 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:		53,00 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)	1 578,1		
marża EBITDA	29,0%	29,6%		31,6%		32,8%		EV (cena bieżąca)	1 708,5		
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	364,3	28,8		20,3		16,6		Zmiana ceny: 1m	-3,2%		
P/BV	4,4	4,0		3,4		3,2		Zmiana ceny: 6m	-1,8%		
EV/EBITDA	18,8	14,3		11,5		9,7		Zmiana ceny: 12m	12,8%		
DPS	0,00	0,00		1,10		1,83		Min (52 tyg.)	45,4		
DYield (%)	0,0	0,0		2,1		3,4		Max (52 tyg.)	59,5		

Wyniki za 1Q'17 wypadły poniżej oczekiwań przez (1) większe niż zakładaliśmy koszty projektu TV i straty na barterze oraz przez (2) duży wzrost biznesów e-commerce, co przełożyło się na spadek rentowności i duży odpływ zysku netto do mniejszości. Konsensus na cały 2017 r. zakłada na linii EBITDA 141 mln PLN. Patrząc na wynik LTM, tj. 119 mln PLN, oczekiwania wobec Spółki są nieco zawyżone. Z drugiej strony wyników broni dobry CFO wygenerowany w okresie. Dodatkowo, na podstawie danych przedstawionych na konferencji wynikowej sądzimy, że w 1Q'17 część reklamowa biznesu WP

mogła zanotować mniejszy R/R wynik EBITDA. Do końca 2017 r. największych wzrostów, podobnie jak w 1Q'17, oczekujemy na polu e-commerce, tj. zwłaszcza w spółkach Domodi i Allani. Spółki te wykazują niższą rentowność w porównaniu do portalu internetowego. W dodatku zwracamy uwagę na znaczne udziały akcjonariuszy mniejszościowych w obu podmiotach. Ze względu na wymienione czynniki notowania WP w czerwcu mogą być pod presją. W długim terminie liczymy na odbicie się biznesu reklamowego biorąc pod uwagę wysoką dynamikę konsumpcji w Polsce (>4,5% R/R).

Asseco Poland

redukuj

Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		48,77 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-04-27	
		Cena docelowa:		48,79 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)	4 047,9		
marża EBITDA	13,9%	13,5%		13,4%		13,5%		EV (cena bieżąca)	7 532,7		
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	11,1	13,4		13,4		13,1		Zmiana ceny: 1m	-3,7%		
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 6m	-11,1%		
EV/EBITDA	6,9	6,9		6,7		6,3		Zmiana ceny: 12m	-6,5%		
DPS	2,90	3,00		3,01		3,01		Min (52 tyg.)	47,6		
DYield (%)	5,9	6,2		6,2		6,2		Max (52 tyg.)	57,6		

Podtrzymujemy negatywne podejście do Asseco Poland. Nie widzimy na chwilę obecną zmiany w sytuacji biznesowej przez ciągły przestój w kontraktacji publicznej oraz nastawienie rządu na oszczędności w ramach obecnie wykonywanych kontaktów. W 2Q'17 spodziewamy się kontynuacji słabych wyników Sapiensa z grupy Formula Systems, które podmiot zanotował w 1Q'17. Portfel zamówień na 2017 r. wynosi 6 177 mln PLN (vs. 5 622 mln PLN rok wcześniej, tj. +9,9% R/R), jednak podobnie jak w poprzednich kwartałach na samym rynku polskim dynamika portfela zamówień jest płaska, a spółka matka notuje ponad 10% spadek backlogu. Ostatnio

ogłoszono została informacja, że grupa PGE sama zbuduje i wdroży system IT do obsługi swoich klientów. Początkowo wartość kontaktu szacowano na 200-300 mln PLN, a Asseco Poland było jednym z typowanych zwycięzców kontaktu. Podtrzymujemy nasze stanowisko, że konsensus rynkowy na 2017 r. dla linii zysk netto (dziś na poziomie 317 mln PLN) jest zawyżony. Zwracamy także uwagę na niekorzystną dla Asseco Poland deprecjację PLN vs. USD. Dodatkowym ryzykiem na horyzoncie jest możliwość niekorzystnego rozstrzygnięcia się przetargu dla ZUS o wartości 400 mln PLN brutto (Asseco jest obecnie głównym dostawcą usług IT dla ZUS).

CD Projekt

sprzedaj

Analitik: Piotr Bogusz	Cena bieżąca:		86,04 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)	8 192,1
marża EBITDA	53,8%	52,7%		46,8%		45,3%		EV (cena bieżąca)	7 458,3
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	23,9	32,7		56,6		56,2		Zmiana ceny: 1m	4,9%
P/BV	15,9	10,5		9,1		7,8		Zmiana ceny: 6m	65,0%
EV/EBITDA	18,1	24,8		42,2		41,6		Zmiana ceny: 12m	213,4%
DPS	0,00	0,00		0,00		0,00		Min (52 tyg.)	27,4
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	86,0

Wyniki spółki za 1Q'17 były powyżej oczekiwań rynkowych oraz naszych. Spółka poprawiła rezultaty na poziomie EBITDA/EBIT/zysk netto o odpowiednio 35,4%/39,5%/39% R/R w 1Q'17 przy wzroście sprzedaży o 14,2% R/R. Poprawa wyników była napędzana przez utrzymującą się wysoką sprzedaż gry *Wiedźmin 3* i dodatków oraz przez istotny wzrost marży brutto na sprzedaży (rozliczenie kosztów produkcji gry *Wiedźmin 3* oraz dodatków w poprzednich kwartałach). Według narzędzi śledzących pozycje gier na liście bestsellerów platformy Steam, sprzedaż *Wiedźmina 3* utrzymywała się na wysokim poziomie również w 2Q'17 (istotna poprawa pozycjonowania podczas promocji cenowych). Wyniki osiągnięte ze sprzedaży *Wiedźmina 3* mogą być

nieznacznie wyższe niż nasze oczekiwania dla 2017 roku. Jednocześnie zakładamy około 129 mln PLN sprzedaży z tytułu gry *Gwint* w 2017 roku, co naszym zdaniem może być trudnym celem do osiągnięcia (wspierające dla sprzedaży generowanej przez projekt powinno być wejście na rynek chiński). Biorąc pod uwagę powyższe uważamy, że wypracowanie 144,8 mln PLN zysku netto naszej prognozy w 2017 roku będzie dla spółki ambitnym celem. Pomimo bardzo dobrych wyników spółki, nie widzimy przesłanek do rewizji naszych prognoz na 2017 rok i uważamy, że obecna wycena dyskontuje znacznie wyższe rezultaty niż nasze prognozy i oczekiwania rynkowe.

Comarch

trzymaj

Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		213,30 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-06-02	
		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)	1 734,8		
marża EBITDA	14,7%	16,0%		14,4%		14,6%		EV (cena bieżąca)	1 653,7		
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	21,6	24,0		21,5		18,2		Zmiana ceny: 1m	-4,8%		
P/BV	2,2	2,0		1,9		1,9		Zmiana ceny: 6m	21,9%		
EV/EBITDA	10,1	9,5		9,1		8,4		Zmiana ceny: 12m	46,1%		
DPS	0,00	0,00		1,50		10,00		Min (52 tyg.)	143,5		
DYield (%)	0,0	0,0		0,7		4,7		Max (52 tyg.)	239,0		

Po obniżeniu naszej rekomendacji do trzymaj w czerwcu 2017 ze względu na realizację ceny docelowej i słabe wyniki za 1Q'17, poziom notowań spółki spadł o ponad 5%. Deprecjacja PLN względem USD i EUR także nie będzie pomagać wynikom w 2Q'17. Bez istotnego wzrostu na liniach przychodowych Comarchowi trudno będzie uzyskać wzrost wyników finansowych w otoczeniu wysokiej inflacji płac informatyków. Z drugiej strony zwracamy uwagę na wysoki cash flow z działalności operacyjnej w

Comarchu (86 mln PLN w 1Q'17) oraz szereg autorskich projektów, które będą miały wpływ na wyniki finansowe w średnim i długim terminie (telemedycyna, SmartAirport, SmartCity). Comarch pozostaje dla nas Spółką prezentującą wysoką jakość, podkreślamy (1) dywersyfikację zagraniczną przychodów, (2) duży udział rozwiązań własnych, (3) wysoki udział sprzedaży w modelu SaaS oraz (4) dobrą sytuację bilansową.

Przemysł i metale

Kernel		akumuluj								
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		64,85 PLN			Data ostatniej aktualizacji:		2017-06-02	
		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)	5 167,5	
marża EBITDA	17,0%	17,5%		15,5%		14,1%		EV (cena bieżąca)	5 718,7	
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	12,9	6,1		5,3		5,7		Zmiana ceny: 1m	-6,0%	
P/BV	1,5	1,4		1,1		1,0		Zmiana ceny: 6m	-0,2%	
EV/EBITDA	4,3	4,8		4,1		3,9		Zmiana ceny: 12m	22,4%	
DPS	0,25	0,25		0,25		0,65		Min (52 tyg.)	51,5	
DYield (%)	1,4	1,4		1,4		3,8		Max (52 tyg.)	80,0	

Kernel w czerwcu poinformował o przejęciu spółki rolnej zarządzającej ponad 190 tys. hektarów dzierżawionych gruntów rolnych za 155 mln USD. Według naszych szacunków średnio w transakcji Kernel zapłacił około 550 USD za hektar zakupywanego gruntu wobec historycznych cen transakcyjnych na poziomie 617-1684 USD/ha. Po akwizycji Kernel stanie się największym producentem rolnym na Ukrainie pod względem zarządzanego

arealu. Przejęcie powinno pozwolić również na utrzymanie wzrostowej dynamiki wyników w sezonie 2017/2018. Spółka naszym zdaniem daje dobrą ekspozycję na rynek płodów rolnych, gdyby ceny zbóż miały odreagować. W krótkim terminie pozytywnie na notowania Kernela wpływają obserwowane wzrosty cen zbóż, w tym w szczególności pszenicy. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji Grupy Kernel.

Kęty		trzymaj									
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		435,00 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)		4 112,4	
marża EBITDA	16,6%	17,6%		16,7%		17,0%		EV (cena bieżąca)		4 627,1	
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	19,6	14,8		16,4		16,7		Zmiana ceny: 1m		2,4%	
P/BV	3,2	3,0		2,9		2,7		Zmiana ceny: 6m		13,9%	
EV/EBITDA	12,9	11,4		11,3		10,5		Zmiana ceny: 12m		38,8%	
DPS	14,41	18,00		30,00		19,87		Min (52 tyg.)		307,2	
DYield (%)	3,3	4,1		6,9		4,6		Max (52 tyg.)		439,0	

Grupa Kęty wstępnie szacuje, że zanotuje w 2Q'17 wzrost EBIT o 9% r/r (do 82 mln PLN), a EBITDA wzrośnie o 11% r/r (do 112 mln PLN). Z kolei szacowany zysk netto wyniesie około 66 mln PLN, co oznacza spadek o 23 mln PLN r/r (w 2Q'17 Kęty rozpoznały 25 mln PLN aktywa na podatek dochodowy, co jednorazowo powiększyło zysk tego kwartału). Zarząd Grupy Kęty poinformował, że w 2Q'17 kontynuowane były pozytywne trendy sprzedażowe w poszczególnych segmentach. Według wstępnych szacunków po 1H'17 całoroczna prognoza Zarządu wykonana jest w 57% na poziomie sprzedaży, 50% EBITDA oraz 53% wyniku netto. Zważając na wysokie wykonanie prognozy sprzedaży bardzo prawdopodobne jest, przy bieżących cenach aluminium, podniesienie całorocznych szacunków obrotów Grupy. Pozytywny zjawiskiem płynącym z

szacunków za 2Q'17 jest fakt, że mimo rosnących kosztów surowców i presji płacowej Spółce udaje się przenosić ich wpływ na cenę produktu. 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). WZA Spółki zdecydowało o wypłacie 285 mln PLN dywidendy z zysku za 2017 roku. Jeżeli do dnia dywidendy do obrotu zostaną wprowadzone akcje serii G to wartość dywidendy na akcję wyniesie 30 PLN, a stopa dywidendy 7%. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Kęty.

KGHM kupuj								
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 110,65 PLN		Cena docelowa: 132,22 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-07-03		
(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) 22 130,0
marża EBITDA	8,9%	-7,9%		29,7%		28,9%		EV (cena bieżąca) 27 887,4
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				6,6		7,3		Zmiana ceny: 1m 1,9%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 6m 17,7%
EV/EBITDA	16,1			4,4		4,4		Zmiana ceny: 12m 62,5%
DPS	4,00	1,50		1,00		6,68		Min (52 tyg.) 66,5
DYield (%)	3,6	1,4		0,9		6,0		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. Dodatkowo produkcję koncentratu wznowiła kopalnia Grasberg (Indonezja) oraz Cerro Verde (Peru). W efekcie informacji odnośnie wznowienia działalności kluczowych projektów na świecie cena miedzi znajdowała się w ostatnich trzech 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. Dodatkowo w ostatnich tygodniach na rynkach finansowych po spadku widać stabilizację wielkości otwartych pozycji długich przez inwestorów spekulacyjnych. Dodatkowo poziom monitorowanych zapasów miedzi spadł od marca o 25%, z czego szczególnie widoczny był spadek w Szanghaju (-40%). Obserwowany powrót sentymentu do rynków krajów wschodzących może pozytywnie wpływać na wycenę KGHM w nadchodzącym miesiącu. Podwyższamy naszą rekomendację dla akcji Grupy KGHM z akumuluj do kupuj.

Stelmet akumuluj								
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 21,39 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) 628,1
marża EBITDA	13,7%	16,6%		17,6%		18,9%		EV (cena bieżąca) 816,9
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	9,2	9,6		11,0		8,6		Zmiana ceny: 1m -24,3%
P/BV	1,8	1,6		1,3		1,1		Zmiana ceny: 6m -31,6%
EV/EBITDA	9,5	9,0		7,8		6,0		Zmiana ceny: 12m -31,0%
DPS	1,07	0,29		0,00		0,00		Min (52 tyg.) 21,2
DYield (%)	5,0	1,3		0,0		0,0		Max (52 tyg.) 32,5

Zakończony w 2017 roku wzrost mocy produkcyjnych o 60% naszym zdaniem w długim terminie przełoży się na umocnienie pozycji Spółki na pozycji lidera w Europie Zachodniej. Jak na razie wyniki 1H'17 rozczarowały inwestorów z uwagi na wolniejsze przenosiny produkcji z Wielkiej Brytanii do Polski oraz słabszą sprzedaż architektury ogrodowej na rynku brytyjskim (-18% r/r w 1H'17). Zakład w Grudniadzu z miesiąca na miesiąc zwiększa swoją efektywność, a dynamika wzrostu wolumenu sprzedaży na II i III największym rynku sięga blisko 10% r/r (Francja i Niemcy). Z pozytywnych czynników wpływających na

spadek kosztów wymienić można niższe koszty zakupu surowca drzewnego (-2,5% r/r) oraz niższy niż wcześniej zakładano Capex na inwestycje w Grudniadzu (230-240 mln PLN vs. Oczekiwane 260 mln PLN). W krótkim okresie negatywnie na wyniki Spółki wpływa obserwowane umocnienie PLN do walut obcych. Po znaczącym spadku kursu akcji naszym zdaniem Grupa Stelmet może być bardzo dochodową inwestycją w długim terminie. Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla Grupy Stelmet.

Budownictwo

Budimex		trzymaj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		238,00 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)	6 076,2
marża EBITDA	6,1%	9,5%		8,0%		7,0%		EV (cena bieżąca)	3 934,7
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	25,8	14,8		15,2		17,0		Zmiana ceny: 1m	-0,8%
P/BV	10,1	7,6		7,5		7,8		Zmiana ceny: 6m	17,9%
EV/EBITDA	11,9	6,5		7,7		9,2		Zmiana ceny: 12m	37,3%
DPS	6,11	8,14		14,99		15,38		Min (52 tyg.)	171,1
DYield (%)	2,6	3,4		6,3		6,5		Max (52 tyg.)	283,9

Na przełomie maja i czerwca Budimex złożył 4 najkorzystniejsze oferty w przetargach drogowych o łącznej wartości 0,9 mld PLN, przełamując złą passę. W ostatnich tygodniach komunikaty ze Spółki dotyczyły głównie wyborów ofert oraz zawartych umów w przetargach, o których słyszeliśmy już wcześniej. Nie stanowiły one wystarczającego argumentu do istotnego wzrostu kursu Spółki, lecz pozwoliły na jego stabilizację w okolicach 240 PLN. Szacujemy, że głównie dzięki pozyskanym kontraktom od PKP PLK Budimex utrzymał na koniec marca portfel

zamówień powyżej poziomu 9 mld PLN. Sądzymy również, że wyhamowanie wzrostu cen surowców (a nawet spadek w niektórych kategoriach, np. ropa, stal) pozwolą na utrzymanie wysokich marż w 2Q'17 - mniejsza presja do przeszacowania rentowności długoterminowych kontraktów w dół. Widzimy argumenty do podniesienia naszych prognoz ZN'17-18, co mogłoby wiązać się również z podniesieniem naszej ceny docelowej dla akcji Budimeksu. Tymczasem podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Elektrobudowa		kupuj									
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		120,50 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)	572,1		
marża EBITDA	6,3%	7,7%		7,6%		7,3%		EV (cena bieżąca)	450,3		
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	-0,4%		
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 6m	11,0%		
EV/EBITDA	6,6	6,2		6,1		6,2		Zmiana ceny: 12m	33,9%		
DPS	0,00	4,00		10,00		6,18		Min (52 tyg.)	87,2		
DYield (%)	0,0	3,3		8,3		5,1		Max (52 tyg.)	139,9		

Podpisanie aneksu z Arewą na 22 mln EUR (równowartość ok. 10% rocznych przychodów) nie stało się w czerwcu katalizatorem wzrostu kursu Elektrobudowy, który znajduje się niemal 20% poniżej naszej ceny docelowej. W obliczu wciąż niskiej aktywności zamawiających w sektorze energetycznym, każde nowe zlecenie jest na wagę złota, a wzrost portfela zamówień jest jednym z głównych wyzwań dla Zarządu. Uważamy, że zawarta umowa z Arewą nie jest jedynym argumentem do kupna akcji Elektrobudowy.

Na tegorocznych mnożnikach Spółka jest notowana z 20-procentowym dyskontem do grupy porównawczej (P/E=11,7x, EV/EBITDA=6,1x), posiada gotówkę netto, najwyższy DYield w sektorze budowlanym - 8,3% (dzień dywidendy 20 lipca), a zakumulowane saldo rezerw w kwocie 65 mln PLN wskazuje na konserwatywną księgowość i może pozwolić na utrzymanie obecnego poziomu wyników w latach 2018-2019 pomimo niskiego backlogu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Erbud akumuluj								
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 31,30 PLN		Cena docelowa: 33,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-06-02		
(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	14,4	223,9		12,6		12,3		Zmiana ceny: 1m
P/BV	1,3	1,6		1,2		1,1		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	5,4	4,5		5,3		5,1		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,51	1,20		1,17		1,24		Min (52 tyg.)
DYield (%)	1,6	3,8		3,7		4,0		Max (52 tyg.)

W samym czerwcu wartość znaczących umów, o których informował Erbud przekroczyła 200 mln PLN. Większość dotyczyła segmentu mieszkaniowego, gdzie koniunktura pozostaje bardzo dobra. Po bardzo słabym 1Q'17 liczymy na poprawę wyników Spółki w dalszej części roku. Portfel zamówień Erbudu jest bardzo wysoki (ok. 2 mld PLN), a komentarz Prezesa na temat jego rentowności optymistyczny (marża EBIT: 2,5-3,0%). Uważamy, że nie ma obiektywnych przesłanek, by zakładać problem z wynikami w

perspektywie całego roku. Za optymistycznym scenariuszem przemawiają (1) silny portfel zamówień, skoncentrowany na segmencie kubaturowym, gdzie Erbud posiada wysokie kompetencje - brak presji do silnej walki o zlecenia, (2) wciąż umiarkowany wzrost cen materiałów i pracy - brak presji na marżę, (3) deklaracja Zarządu, że słaby 1Q wynika z przesunięć prac budowlanych, a nie z problemów z rentownością. Podtrzymujemy nasze prognozy oraz rekomendację akumuluj.

Unibep akumuluj								
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 12,45 PLN		Cena docelowa: 12,80 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 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	18,5	13,8		10,5		10,9		Zmiana ceny: 1m
P/BV	2,0	1,9		1,6		1,4		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	12,3	10,7		7,1		7,2		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,15	0,17		0,20		0,37		Min (52 tyg.)
DYield (%)	1,2	1,4		1,6		3,0		Max (52 tyg.)

Po spadku o 13% kurs akcji Unibepu spadł w czerwcu do najniższego poziomu od połowy marca. Nie znajdujemy fundamentalnych przyczyn powyższej przeceny i postrzegamy ją jako okazję do kupna akcji Unibepu. Na przestrzeni ostatniego miesiąca Unibep poinformował o czterech nowych kontraktach o łącznej wartości 150 mln PLN (mieszkania, drogi, domy modułowe). Perspektywy 2017 r. wyglądają w

Unibepie obiecująco. Spółka już dziś posiada w portfelu 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=10,5x), co stawia Spółkę w gronie najtańszych w sektorze. Utrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji Unibepu.

Deweloperzy

Atal										akumuluj									
Analitik: Piotr Zybala				Cena bieżąca: 38,00 PLN								Data ostatniej aktualizacji: 2017-06-02							
				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)			38,7								
Zysk brutto ze sprzedaży	62,8	136,9	118,0%	257,5	88,1%	263,1	2,2%	MC (cena bieżąca)			1 471,2								
marża	27,7%	27,0%		28,2%		28,6%		EV (cena bieżąca)			1 692,7								
EBIT	40,8	114,8	181,6%	229,9	100,3%	234,2	1,8%	Free float			11,2%								
Zysk netto	47,3	89,4	89,1%	180,1	101,3%	182,8	1,5%												
P/E	31,1	16,4		8,2		8,0		Zmiana ceny: 1m			-6,7%								
P/BV	2,4	2,1		1,8		1,8		Zmiana ceny: 6m			33,3%								
EV/EBITDA	39,8	15,3		7,3		7,3		Zmiana ceny: 12m			55,7%								
DPS	0,00	0,61		1,68		3,77		Min (52 tyg.)			23,5								
DYield (%)	0,0	1,6		4,4		9,9		Max (52 tyg.)			40,8								

W czerwcu kurs akcji Atalu doświadczył pierwszej zauważalnej korekty w tym roku. Uwzględniając ten około 7-procentowy spadek, tegoroczny wzrost kursu Spółki wynosi 39%, co czyni Atal jednym z tegorocznych z liderów sektora. Ostatniej korekcie nie towarzyszyły żadne negatywne zdarzenia fundamentalne. Atal wszedł w 2Q'17 z wysoką ofertą stąd sądzimy, że sprzedaż mieszkań będzie zbliżona do rekordowych poziomów 670-680 szt. W 2017 r. przekazania mieszkań rozkładają się względnie stabilnie w trakcie roku. Po bardzo dobrym wyniku finansowym w 1Q'17 szacujemy, że w 2Q'17 zysk

Spółki może być jeszcze wyższy, co wskazywałoby na około 100% wzrost ZN w ujęciu r/r. Po kwietniowej zgodzie WZ na emisję do 3,7 mln akcji w ramach kapitału docelowego, Zarząd może z większą swobodą poszukiwać nowych działek i zapewne skorzysta z tej okazji. Przypominamy, że 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. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Capital Park										kupuj									
Analitik: Piotr Zybala					Cena bieżąca: 6,13 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)		107,8								
Zysk brutto ze sprzedaży		55,6	81,4	46,3%	97,7	20,0%	108,5	11,1%	MC (cena bieżąca)		661,1								
marża		76,9%	75,6%		76,0%		76,0%		EV (cena bieżąca)		1 838,3								
EBIT bez rewaluacji		45,6	55,5	21,7%	83,6	50,6%	100,9	20,7%	Free float		19,1%								
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		14,7	21,7		43,7		8,0		Zmiana ceny: 1m		-1,1%								
P/BV		0,7	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 6m		-2,7%								
EV/EBITDA		15,9	14,5		120,2		13,9		Zmiana ceny: 12m		-4,2%								
DPS		0,00	0,00		0,00		0,10		Min (52 tyg.)		5,8								
DYield (%)		0,0	0,0		0,0		1,6		Max (52 tyg.)		6,8								

W czerwcu Capital Park wyemitował euroobligacje za ok. 18 mln EUR i spłacił część obligacji złotych w kwocie 35 mln PLN, co było kolejnym elementem planu redukcji kosztów obsługi zadłużenia grupy (przypominamy, że w drugiej połowie minionego roku Capital Park zrefinansował kompleks Eurocentrum). Oprocentowanie wspomnianych euroobligacji wynosi ok. 4,1% vs. ponad 6,6% na obligacjach złotych zapadających w tym roku. Po 3 miesiącach 2017 r. Spółka realizuje 22% naszej prognozy NOI i 21% prognozy oczyszczonego EBIT. Spodziewamy się dalszej poprawy oczyszczonych wyników Capital Park w kolejnych kwartałach, co ma związek ze stopniowym wzrostem obłożenia nieruchomości pracujących. Przypominamy, że nasza cena docelowa oraz

rekomendacja kupuj dla akcji Capital Park uwzględnia (i mocno zależy) od realizacji projektu Art Norblin. Uważamy, że czas działa tu na niekorzyść Spółki. Na ostatniej konferencji Zarząd potwierdził, że druga połowa roku jest realnym terminem rozpoczęcia budowy i taki termin jest założony w naszych prognozach. Niewykluczone, że w celu wzmocnienia kapitałów przed rozpoczęciem tak znaczącej inwestycji, Capital Park sprzedać udziały w niektórych projektach pracujących. Powyższy krok nie wpłynąłby pozytywnie na naszą wycenę akcji Spółki. Mógłby jednak przyspieszyć start Norblina i uwiarygodnić wyceny bilansowe aktywów, a tym samym poprawić sentyment do Spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Dom Development akumuluj

Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		76,50 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-06-02	
		Cena docelowa:		81,70 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	904,2	1 153,0	27,5%	1 312,4	13,8%	1 498,4	14,2%	Liczba akcji (mln)		24,9	
Zysk brutto ze sprzedaży	203,9	271,1	32,9%	338,5	24,9%	378,9	11,9%	MC (cena bieżąca)		1 902,4	
marża	22,6%	23,5%		25,8%		25,3%		EV (cena bieżąca)		1 943,4	
EBIT	102,5	156,6	52,9%	221,9	41,7%	258,6	16,5%	Free float		24,5%	
Zysk netto	80,7	125,7	55,7%	180,2	43,4%	208,6	15,7%				
P/E	23,5	15,1		10,6		9,1		Zmiana ceny: 1m		0,5%	
P/BV	2,1	2,0		1,9		1,9		Zmiana ceny: 6m		33,0%	
EV/EBITDA	19,1	11,3		8,5		7,3		Zmiana ceny: 12m		48,2%	
DPS	2,25	3,25		5,05		7,25		Min (52 tyg.)		51,4	
DYield (%)	2,9	4,2		6,6		9,5		Max (52 tyg.)		78,8	

Wysoka oferta na koniec marca oraz liczne nowe projekty, które weszły do oferty w ostatnich tygodniach zapowiadają dobrą sprzedaż mieszkań w 2Q'17, co mogło być jedną z przyczyn wzrostu kursu spółki w maju i czerwcu. Główną przyczyną dalszej poprawy sentymentu do Dom Development była jednak akwizycja trójmiejskiego dewelopera Euro Styl. O naszej pozytywnej ocenie sfinalizowanej w czerwcu transakcji pisaliśmy w poprzednich publikacjach. Spółka poinformowała, że akwizycja zapewni około

15-procentowy wzrost skonsolidowanych przychodów i zysków grupy, co odpowiada naszym przypuszczeniom sprzed transakcji. Przypominamy, że nasze prognozy wyników nie uwzględniają zysków spółki Eurostyl. Transakcja pozytywnie wpłynie zarówno na naszą wycenę wskaźnikową Dom Development, jak również na wycenę metodą DCF (zwrot z inwestycji w Euro Styl wyraźnie przekracza założony przez nas koszt kapitału). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Echo Investment akumuluj

Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca:		6,26 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2017-07-03
	Cena docelowa:		6,64 PLN						
(mln PLN)	2015	2016	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)	2 583,4
marża	76,9%	46,7%		28,7%		27,8%		EV (cena bieżąca)	3 678,0
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	5,0	6,7		11,5		9,3		Zmiana ceny: 1m	16,4%
P/BV	0,7	1,7		1,5		1,4		Zmiana ceny: 6m	11,8%
EV/EBITDA	6,3	4,8		13,2		11,1		Zmiana ceny: 12m	-21,7%
DPS	0,00	5,96		0,16		0,50		Min (52 tyg.)	4,0
DYield (%)	0,0	95,2		2,6		8,0		Max (52 tyg.)	8,0

Sprzedaż z ok. 15% zyskiem części udziałów w EPP za 49 mln EUR oraz przeznaczenie środków ze sprzedaży na dywidendę (0,50 PLN, DYield=8,0%) uczyniło z Echo lidera wzrostów w czerwcu (+14%). Po wzroście, wycena rynkowa Spółki zbliżyła się do jej wartości fundamentalnej. Nasza cena docelowa dla akcji Echo Investment jest zaledwie o 6% wyższa od bieżącego kursu, lecz od czasu styczniowej rekomendacji Spółka dostarczyła argumentów do podniesienia wyceny: (1) akwizycje nowych projektów inwestycyjnych (Galeria Młociny, Towarowa 22), (2) bardziej

efektywne wykorzystanie kapitału (wyższa od oczekiwań dywidenda). Zwracamy uwagę, że w bilansie Echo wciąż znajdują się udziały w EPP o wartości około 250 mln PLN, które zapewne będą przedmiotem sprzedaży w ciągu najbliższych 12 miesięcy. W przypadku transakcji widzimy szansę na kolejną nadzwyczajną dywidendę w 2018 r. (oprócz zapowiadanych 0,50 PLN dywidendy z zysku za 2017 r.). Po wzroście kursu akcji Echo Investment obniżamy naszą rekomendację dla akcji Echo Investment z kupuj do akumuluj.

GTC akumuluj								
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 9,70 PLN		Cena docelowa: 9,59 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-25		
(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)
Zysk brutto ze sprzedaży	80,0	87,3	9,1%	103,3	18,3%	120,4	16,5%	MC (cena bieżąca)
marża	76,9%	72,6%		72,8%		74,1%		EV (cena bieżąca)
EBIT bez rewaluacji	65,5	70,2	7,3%	85,3	21,5%	102,0	19,5%	Free float
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	23,6	6,7		8,7		12,7		Zmiana ceny: 1m
P/BV	1,7	1,4		1,2		1,1		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	17,5	11,7		10,9		15,2		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,00	0,00		0,06		0,05		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,0	0,0		2,7		2,1		Max (52 tyg.)

GTC jest jedną ze Spółek, które pozytywnie zaskoczyły wynikami za 1Q'17. Po pierwszych trzech miesiącach roku nasza prognoza ZN'17 jest zrealizowana w 26%. Po pierwszym kwartale Spółka realizuje 25% naszej całorocznej prognozy FFO'17=48 mln EUR, co daje realną szansę na jej przekroczenie. Po czerwcowym wzroście, kurs GTC osiągnął cenę z naszej styczniowej rekomendacji. Uważamy jednak, że Spółka zaprezentowała wystarczająco mocne wyniki

finansowe za 4Q'16 i 1Q'17 oraz plany inwestycyjne na kolejne lata, by można było liczyć na przekroczenie naszych prognoz. Pozytywne niespodzianki mogą być przede wszystkim związane z akwizycją nieruchomości pracujących i niewykluczone, że również przeszacowaniem starego portfela, czego nie zakładamy w naszych prognozach. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Robyg kupuj								
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 3,27 PLN		Cena docelowa: 4,35 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-05-12		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	480,4	517,1	7,6%	818,7	58,3%	1 104,2	34,9%	Liczba akcji (mln)
Zysk brutto ze sprzedaży	77,0	116,1	50,8%	226,7	95,2%	311,0	37,2%	MC (cena bieżąca)
marża	16,0%	22,5%		27,7%		28,2%		EV (cena bieżąca)
EBIT	59,0	122,9	108,1%	167,4	36,2%	243,6	45,5%	Free float
Zysk netto	79,7	108,7	36,3%	90,3	-16,9%	146,9	62,8%	
P/E	10,8	7,9		9,5		5,9		Zmiana ceny: 1m
P/BV	1,7	1,5		1,5		1,3		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	18,2	10,2		7,3		4,9		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,1	0,2		0,3		0,3		Min (52 tyg.)
DYield (%)	3,4	6,1		8,3		8,3		Max (52 tyg.)

W czerwcu Robyg pozyskał z emisji 26,3 mln akcji ok. 80 mln PLN (cena emisyjna: 3,00 PLN), które zostaną przeznaczone na nowe inwestycje w Krakowie lub we Wrocławiu. Spodziewamy się, że ostateczny wybór nowej lokalizacji oraz zakup pierwszych gruntów nastąpi najpóźniej w drugiej połowie br., a w wynikach 2019 r. pojawią się pierwsze zyski z nowego rynku. Robyg pozostaje jedną z najtańszych spółek z branży. Tegoroczny wzrost kursu Spółki (+19% YTD) jest o połowę niższy niż w Lokum, Atalu i Dom Development. Zapewne było związane z zamieszczeniem

wokół podwyższenia kapitału. Uważamy, że wolny od powyższego obciążenia, kurs akcji Robyga może zachowywać się lepiej niż sektorowa średnia. Warunkiem jest sprawne uruchamianie nowych inwestycji i utrzymanie oferty na atrakcyjnym poziomie. Szacujemy, że z powodu ograniczonej oferty, Robyg nie powtórzy w 2Q rewelacyjnego wyniku sprzedażowego z 1Q'17. Spodziewamy się jednak umiarkowanego wzrostu wolumenów r/r. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Handel

AmRest		akumuluj									
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		355,00 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)	7 530,9		
marża EBITDA	12,6%	13,2%		13,4%		13,9%		EV (cena bieżąca)	8 661,7		
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	47,1	37,9		30,5		22,6		Zmiana ceny: 1m	-0,6%		
P/BV	7,3	5,9		4,9		4,1		Zmiana ceny: 6m	23,0%		
EV/EBITDA	20,0	15,6		12,0		9,5		Zmiana ceny: 12m	62,5%		
DPS	0,00	0,00		0,00		0,00		Min (52 tyg.)	214,5		
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	372,5		

Po słabych wynikach za 1Q'17, kurs Spółki odrobił większość spadków. W lipcu'17 AmRest opublikuje wstępne dane sprzedażowe w podziale na rynki, gdzie naszym zdaniem powinny zostać utrzymane pozytywne trendy odnotowane w poprzednich kwartałach w regionie CEE, Rosji oraz w Hiszpanii. Jednocześnie oczekujemy stopniowej poprawy efektywności sprzedaży w niemieckiej sieci kawiarni Starbucks (efekt prowadzonej restrukturyzacji sieci oraz lepszy sezonowo kwartał), co powinno przełożyć się na poprawę wyniku R/R w segmencie (w 2Q'16 Niemcy wygenerowały -0,4 mln EBITDA – jeden miesiąc konsolidacji kawiarni Starbucks). W 2Q'17 Spółka powinna mieć bardziej sprzyjającą bazę porównywalną (w 2Q'16 AmRest przestał rozpoznawać

dodatkowe przychody z tytułu podatków pośrednich). Spółka jest obecnie w fazie finalizacji wcześniej ogłoszonych transakcji przejęcia restauracji w Rosji, Francji oraz Niemczech. Konsolidacja wyników tych podmiotów powinna pozytywnie wpłynąć na rezultaty Spółki, jednocześnie oferując potencjał do wzrostu w kolejnych latach. Oczekujemy, że dynamika EBITDA wróci w okolice 20% R/R w kolejnych kwartałach ze względu na poprawiające się wyniki kawiarni Starbucks na rynku niemieckim oraz konsolidację ogłoszonych przejęć. Zapowiadane akwizycje powinny pozwolić Spółce na utrzymanie wysokiego tempa poprawy wyniku na poziomie EBITDA w średnim terminie.

CCC		trzymaj							
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		225,00 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)	8 803,6
marża EBITDA	14,0%	13,9%		14,8%		14,7%		EV (cena bieżąca)	9 543,4
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	35,3	29,0		22,7		18,4		Zmiana ceny: 1m	2,0%
P/BV	7,7	7,5		5,8		4,6		Zmiana ceny: 6m	3,6%
EV/EBITDA	27,9	21,4		15,9		13,1		Zmiana ceny: 12m	40,9%
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

Wyniki sprzedażowe Spółki w maju'17 utrzymały wysoką dynamikę wzrostu R/R (+38,9% R/R), pomimo efektu wysokiej bazy (+44,1% R/R w V'16). Odpowiednie przygotowanie do sezonu, sprzyjające warunki pogodowe oraz skuteczna kampania marketingowa powinny również wspierać wyniki osiągnięte przez Spółkę w VI'17. Wysoka poprawa sprzedaży R/R w okresie IV-V'17 powinna pozytywnie przełożyć się na wyniki 2Q'17. W średnim terminie oczekujemy, że decyzja Spółki o zatrzymaniu ekspansji powierzchni sprzedażowej na rynku niemieckim wraz z końcem 2016 roku, powinna

pozytywnie wpłynąć na rezultaty CCC (oczekujemy stopniowego wzrostu wskaźnika/mkw. w segmencie). Ponadto Spółka koncentruje się na optymalizacji struktury kosztowej w sklepach działających w Niemczech i w Austrii, co powinno wpłynąć na ograniczenie straty na tych rynkach. W kolejnych miesiącach oczekujemy utrzymania wysokiej dynamiki sprzedaży R/R w kanale E-commerce (+130,4% R/R w miesiącach I-IV'17 ; powyżej oczekiwań Zarządu na poziomie 50% R/R). Biorąc powyższe pod uwagę uważamy naszą rekomendację trzymaj za aktualną.

Eurocash		kupuj						
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		31,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		45,47 PLN		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)
EBITDA	475,6	440,5	-7,4%	528,3	19,9%	621,2	17,6%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	2,3%	2,1%		2,3%		2,5%		EV (cena bieżąca)
EBIT	325,1	274,3	-15,6%	357,1	30,2%	445,4	24,7%	Free float
Zysk netto	212,4	179,2	-15,6%	253,5	41,5%	332,8	31,3%	
P/E	20,2	24,0		17,0		12,9		Zmiana ceny: 1m
P/BV	3,9	4,0		3,3		2,9		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	9,5	10,7		8,0		6,4		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,80	1,05		0,75		0,91		Min (52 tyg.)
DYield (%)	2,6	3,4		2,4		2,9		Max (52 tyg.)

Kurs Spółki negatywnie zareagował na wyniki 1Q'17, które były poniżej oczekiwań rynkowych na linii EBITDA/zysk netto (37,5/-14,9 mln PLN w 1Q'17 vs. 42,2/-6,4 mln PLN oczekiwań rynkowych). Główną przyczyną gorszych od oczekiwań wyników był niski rezultat w segmencie C&C oraz dodatkowe koszty finansowe związane z pozyskaniem środków na przeprowadzane akwizycje. Jednocześnie spadek rezultatów R/R wynika z efektu bazy, na który składają się: i) Święta Wielkanocne; oraz ii) brak jednego dnia roboczego (około 1% lfi). Spółka koncentruje się na restrukturyzacji segmentu C&C (zamknięcie jednej placówki w 1Q'17 oraz kolejnych

dwóch w 2Q'17), czego pierwsze efekty Zarząd ocenia pozytywnie. Docelowo w 2017 roku restrukturyzacja obejmie 7 dodatkowych hurtowni z około 189 placówek. Jednocześnie spółka koncentruje się na rozwijaniu Projektu Fresh, którego pozytywne efekty są widoczne po stronie sprzedaży, natomiast Wynikom Spółki w 2Q'17 powinny sprzyjać: i) efekt Świąt Wielkanocnych; ii) powrót inflacji w cenach hurtowych od IV'17; oraz iii) efekty restrukturyzacji. 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		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		16,90 EUR		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)
EBITDA	801,0	774,6	-3,3%	942,2	21,6%	1 012,9	7,5%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	5,8%	5,3%		6,0%		6,0%		EV (cena bieżąca)
EBIT	486,0	535,6	10,2%	611,2	14,1%	673,4	10,2%	Free float
Zysk netto	333,0	593,2	78,1%	460,6	-22,4%	509,6	10,6%	
P/E	32,3	18,1		23,4		21,1		Zmiana ceny: 1m
P/BV	8,0	6,2		5,6		4,9		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	14,6	13,8		11,9		11,0		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,62	0,28		0,49		0,37		Min (52 tyg.)
DYield (%)	3,6	1,6		2,9		2,1		Max (52 tyg.)

Sprzedaż porównywalna w sieci Biedronka wzrosła o 8,4% R/R w 1Q'17 (vs. 7,6% w 1Q'16), mimo 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. Pod koniec VI'17 Spółka opublikuje wyniki za 2Q'17, gdzie oczekujemy kontynuacji wysokiej poprawy sprzedaży porównywalnej, która powinna być wspierana przez efekt kalendarzowy, modyfikację oferty Spółki oraz otoczenie makroekonomiczne (wszystkie te efekty

powinny stłumić efekt wysokiej bazy). Wzrost efektywności sprzedaży na rynku polskim powinien wspierać poprawę marży EBITDA. Spółka zapowiedziała istotne przyspieszenie ekspansji sieci sklepowej w Kolumbii, gdzie w 2017 roku JMT zrealizuje minimum 150 otwarć (sieć liczyła 221 sklepów na koniec 2016 roku oraz 244 sklepów na koniec 1Q'17). Wysokie tempo otwarć może negatywnie wpłynąć na wynik EBITDA Spółki w średnim terminie. Uważamy, że obecna wycena odpowiednio dyskontuje dalszą poprawę wyników i zalecamy trzymanie akcji JMT.

LPP
akumuluj

Analitik: Piotr Bogusz

Cena bieżąca: 7 150 PLN

Cena docelowa: 7 400 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2017-06-20

(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	5 130,3	6 019,0	17,3%	6 964,9	15,7%	7 944,4	14,1%	Liczba akcji (mln)	1,8
EBITDA	726,8	493,8	-32,1%	841,9	70,5%	1 085,6	28,9%	MC (cena bieżąca)	13 150,9
marża EBITDA	14,2%	8,2%		12,1%		13,7%		EV (cena bieżąca)	12 933,8
EBIT	503,2	226,4	-55,0%	559,1	146,9%	787,1	40,8%	Free float	69,0%
Zysk netto	352,0	174,8	-50,4%	417,4	138,8%	628,9	50,7%		
P/E	36,8	75,1		31,5		20,9		Zmiana ceny: 1m	7,5%
P/BV	6,8	6,1		5,3		4,4		Zmiana ceny: 6m	33,7%
EV/EBITDA	18,7	26,9		15,4		11,5		Zmiana ceny: 12m	44,5%
DPS	32,04	32,66		35,71		68,23		Min (52 tyg.)	3 820,0
DYield (%)	0,4	0,5		0,5		1,0		Max (52 tyg.)	7 200,0

Po słabym wynikowo 1Q'17, miesięczne wyniki sprzedaży wykazują poprawę sprzedaży porównywalnej połączonej ze wzrostem rentowności brutto na sprzedaży, co implikuje dobre przyjęcie kolekcji wiosna-lato'17. Według naszych szacunków Spółka poprawiła zysk brutto na sprzedaży o 30% R/R po IV-V'17 (vs. 7,4% R/R wzrostu powierzchni sprzedażowej). Oczekujemy kontynuacji trendów w wynikach sprzedażowych w czerwcu. Mniej agresywne podejście do wyprzedaży niż w poprzednim roku powinno pozwolić Spółce na poprawę rentowności sprzedaży R/R w VI'17. W 2Q'17 pozytywnie na wynik

na poziomie EBIT powinna wpływać znacznie niższa dynamika kosztów SG&A/mkw. (Spółka w 2Q'16 poczyniła pierwsze inwestycje w rozbudowę zespołu projektowego oraz inwestycje w e-commerce). LPP intensywnie pracuje nad poprawą CFO, czego pierwsze efekty są widoczne w 1Q'17 (-93,4 mln PLN CFO w 1Q'17 vs. -202,2 mln PLN w 1Q'16). Biorąc pod uwagę powyższe, oczekujemy istotnego wzrostu wyników Spółki w kolejnych kwartałach R/R. W świetle powyższego, nasza rekomendacja akumuluj wydaje się być aktualna.

TXM
kupuj

Analitik: Piotr Bogusz

Cena bieżąca: 4,11 PLN

Cena docelowa: 6,25 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2017-06-08

(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	314,8	379,0	20,4%	429,2	13,2%	522,7	21,8%	Liczba akcji (mln)	33,4
EBITDA	25,2	22,9	-9,5%	11,7	-49,0%	28,8	147,1%	MC (cena bieżąca)	137,4
marża EBITDA	8,0%	6,0%		2,7%		5,5%		EV (cena bieżąca)	137,1
EBIT	21,0	16,6	-21,0%	5,0	-70,0%	20,7	315,2%	Free float	
Zysk netto	16,1	13,0	-19,4%	3,1	-76,3%	15,8	413,0%		
P/E	8,5	10,6		44,7		8,7		Zmiana ceny: 1m	0,2%
P/BV	3,3	2,1		1,5		1,4		Zmiana ceny: 6m	-25,5%
EV/EBITDA	6,3	7,2		11,8		4,9		Zmiana ceny: 12m	-17,8%
DPS	0,00	0,21		0,00		0,17		Min (52 tyg.)	3,8
DYield (%)	0,0	5,1		0,0		4,0		Max (52 tyg.)	5,8

TXM opublikował bardzo słabe wyniki za 1Q'17, na co złożył się 1,6% R/R wzrost sprzedaży połączony ze zmniejszeniem marży brutto na sprzedaży o 0,6p.p. do 40,3% oraz z rosnącymi kosztami SG&A o 33,2% R/R (napędzane głównie przez 29% R/R wzrost powierzchni sprzedażowej). Bardzo niska efektywność sprzedaży wynikała z nieodpowiedniego zatowarowania sklepów (jako główną przyczynę spółka wskazuje trudności z wdrożeniem systemu SAP klasy ERP). W efekcie Spółka zaraportowała -9,4 mln PLN EBITDA w 1Q'17 vs. -0,7 mln PLN w 1Q'16. Większość problemów związanych z podstawowym funkcjonowaniem systemu (wysyłka towarów oraz raportowanie finansowo-księgowe) zostały naprawione do końca IV'17 (dynamika sprzedaży w IV'17 wyniosła 0% R/R). Pomimo rozwiązania

kompliakcji, wynik sprzedażowy zmniejszył się o 2% R/R w V'17 (efekt wysokiej bazy; niesprzyjająca pogoda; problemy Spółki z odbudowaniem odwiedzalności sklepów). Biorąc pod uwagę średnioroczną stopę wzrostu z lat 2015-17, sprzedaż Spółki zwiększała się średnio o 12,8% w maju vs. 8% w kwietniu oraz 2,1% w marcu. Biorąc pod uwagę kontynuację relatywnie słabej dynamiki sprzedaży R/R w 2Q'17, Spółka powinna pogorszyć wyniki R/R również w 2Q'17. Ewentualnej poprawy rezultatów R/R można oczekiwać od 3Q'17 oraz w 4Q'17 (kwartał najważniejszy pod względem sezonowości). Pomimo przejściowego pogorszenia wyników widzimy potencjał w Spółce w średnim terminie i uważamy naszą rekomendację kupuj za aktualną.

Inne

PBKM										akumuluj									
Analitik: Paweł Szpigiel				Cena bieżąca:		55,75 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)						5,0				
EBITDA		20,0	35,2	76,2%	42,2	19,9%	49,5	17,5%	MC (cena bieżąca)						277,1				
marża EBITDA		19,0%	27,3%		30,1%		32,0%		EV (cena bieżąca)						274,6				
EBIT		15,4	30,4	96,9%	36,1	18,8%	43,3	20,2%	Free float						48,8%				
Zysk netto		9,1	21,8	139,6%	29,0	32,8%	34,9	20,4%											
P/E		30,4	12,7		9,6		7,9		Zmiana ceny: 1m						-3,8%				
P/BV		6,9	5,0		3,6		2,8		Zmiana ceny: 6m						-4,4%				
EV/EBITDA		13,8	8,0		6,5		5,5		Zmiana ceny: 12m						11,5%				
DPS		1,21	1,41		1,69		2,48		Min (52 tyg.)						48,2				
DYield (%)		2,2	2,5		3,0		4,4		Max (52 tyg.)						60,9				

W wynikach PBKM widoczny jest wzrost kosztów operacyjnych, zwłaszcza kosztów próbek w pierwszym roku, co jest pochodną wzrostu opłat z tytułu pobrania krwi pępowinowej lub tkanek oraz wzrostu kosztów edukacji klientów. Z drugiej strony Spółka stara się podnieść poziom cen (w 1Q'17 w modelu abonamentowym o ok. 9% i 6% w modelu przedpłaconym). Można więc podsumować, że PBKM realizuje obiecany wzrost próbek (200 tys. w modelu B2C do 2019 r.), jednak proces jest obciążony kosztami. 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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Investowanie 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 3 lipca 2017 o godzinie 11:33

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 3 lipca 2017 o godzinie 11:33.

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, Mieszko, Neuca, Opono, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, Zastal S.A., ZUE.

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

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Atal, Bakalland, Best, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Immobile, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Iopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Opono, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: 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 9 Przeglądu miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji dokonanych w Przeglądzie miesięcznym znajduje się na stronie 11 niniejszego opracowania.

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

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

ECHO

rekomendacja	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-07-03	2017-01-25
kurs z dnia rekomendacji	6,26	5,69
WIG w dniu rekomendacji	61 018,36	53 988,51

GRUPA AZOTY

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-07-03	2017-06-23	2017-06-02	2017-01-26	2016-08-30
kurs z dnia rekomendacji	63,30	67,50	63,01	70,41	64,79
WIG w dniu rekomendacji	61 018,36	60 987,33	60 181,96	55 484,56	47 427,99

KGHM

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	zawieszona	redukuj
data wydania	2017-07-03	2017-04-05	2017-03-02	2017-03-01	2017-01-27	2017-01-17	2016-12-06	2016-08-03
kurs z dnia rekomendacji	110,65	120,10	131,50	129,00	122,05	110,00	91,84	78,20
WIG w dniu rekomendacji	61 018,36	59 015,12	59 646,29	58 300,37	55 560,23	53 706,41	49 647,48	47 031,70

PEKAO

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2017-07-03	2017-04-05	2017-03-01	2017-01-27	2016-08-03	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	124,80	134,60	139,95	136,60	124,75	129,65
WIG w dniu rekomendacji	61 018,36	59 015,12	58 300,37	55 560,23	47 031,70	44 294,15

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, 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 Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
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 54
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

Magdalena Bernacik
tel. +48 22 697 49 61
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
tel. +48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@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