

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, Apator, 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

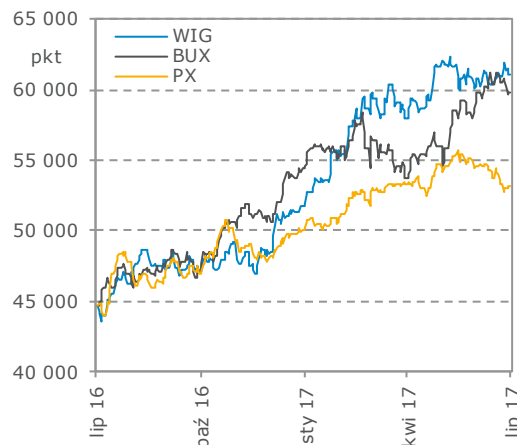
Świetna sprzedaż mieszkań w Lokum zapoczątkowała, jak sądzymy, udany sezon publikacji danych za 2Q. Sektor mieszkaniowy wciąż oferuje wysoki potencjał wzrostu. Podtrzymujemy pozytywne rekomendacje na Echo i GTC, pomimo wzrostu kursu w minionych miesiącach.

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

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

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	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 rozczarowywały, 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 uciążliwym dla sektora publicznego 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 zaraportowało 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 rozzarowała 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 rozzarowała, 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 MRPIs 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%

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:

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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