

środa, 2 sierpnia 2017 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: sierpień 2017

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Wysokie wyceny i rekordowo niska zmienność oznaczają wysokie ryzyko korekty indeksów bazowych w krótkim okresie. Średnioterminowa perspektywa pozostaje pozytywna.

Ze spółek

Finanse

Uważamy, że wyniki za 2Q'17 oraz brak nowych ustaw ze względu na przerwę w obradach Sejmu poprawiają sentyment do polskiego sektora bankowego. W Polsce pozostajemy pozytywni na Pekao, Alior Bank oraz PZU. Ponadto oczekujemy poprawy sentymentu do PCM oraz Skarbcza, gdzie zyski osiągnięte w 2017 roku powinny gwarantować bardzo wysokie dywidendy. Niemniej jednak uważamy, że w sierpniu to rynek czeski może najbardziej zaskoczyć z podwyżkami stóp procentowych (Erste, Moneta, KB).

Paliwa, chemia

Ostatni wzrost marży rafinerijnej został zignorowany przez kurs LTS i PKN, co potwierdza tezę, iż aktualne waluacje dyskontują już pozytywny scenariusz. Utrzymujemy negatywne nastawienie do sektora w średnim terminie, choć widzimy przesłanki do rewizji tegorocznych prognoz EBITDA LIFO po mocnym 1H'17. Pozostajemy pozytywni do akcji PGN. Po korekcie cen akcji naszym zdaniem warto zainteresować się akcjami Grupy Ciech.

Energetyka

Pozytywny sentyment do sektora w Polsce się utrzymuje, mimo korekty na europejskim indeksie utilities. Jest to uzasadnione biorąc pod uwagę raportowane wyniki, realny wzrost lokalnych cen węgla i zapowiadane korzystne zmiany regulacyjnych (OZE, rynek mocy, kogeneracja). Najciekawsze propozycje inwestycyjne w sektorze to PGE, Energa i CEZ.

Telekomunikacja, media, IT

Dobre wyniki za 2Q'17 i gołębi przekaz Zarządu na konferencji powinien dać paliwo do dalszych wzrostów notowań Orange Polska. Ponadto, spodziewamy się pozytywnego przyjęcia strategii na początku września 2017. Wspieramy nasze pozytywne podejście do wybranych mniejszych spółek IT: Asseco South Eastern Europe, Wasko, a negatywne do Asseco Poland ze względu na przestój w przetargach IT oraz nastawienie administracji publicznej i spółek Skarbu Państwa na oszczędności w zakresie kosztów IT.

Przemysł i metale

Polskim spółkom przemysłowym wyraźnie przeszkadza umocnienie PLN do walut obcych, wzrost cen surowców oraz kosztów pracy. W 2Q'17 oczekujemy, że jedynie 36% obserwowanych spółek przemysłowych poprawi zeszłoroczne rezultaty (najgorzej od 3Q'15), natomiast 17% spółek je pogorszy (wartość zbliżona do poprzednich trzech kwartałów). Pozytywnej dynamiki oczekujemy w: Apator, Boryszew, Grupa Kęty, Kernel, KGHM, Kruszwica i Pfleiderer Group. Negatywnej w: Alumetal, Stelmet i Vistal.

Budownictwo

Spółki budowlane zachowywały się w VIII znacznie gorzej niż WIG, zapewne częściowo z powodu słabych wyników 2Q, a częściowo w powodu obaw o przyszłą rentowność sektora. Uważamy, że wyniki sektora znacznie poprawią się w 2H'17, a obecny spadek kursów może być okazją do kupna.

Deweloperzy

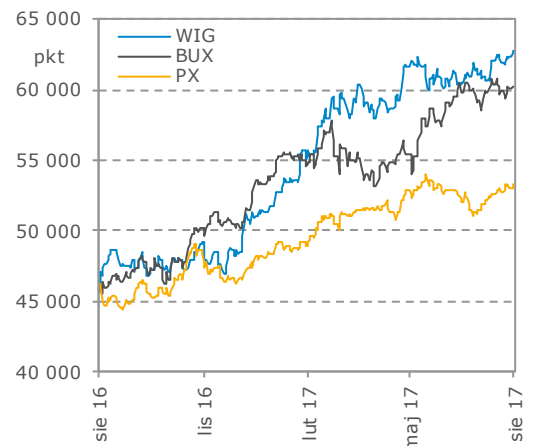
Branża mieszkaniowa zaprezentowała bardzo dobre dane sprzedażowe za 2Q (+21% r/r), przy stabilizacji oferty, co wspiera nasze całoroczne prognozy. Pomimo tegorocznych wzrostów, sektor wciąż jest niedowartościowany.

Handel

Wynikom spółek z sektora odzieżowego i obuwniczego powinno sprzyjać osłabienie się USDPLN r/r (niższe koszty zakupu towarów) oraz EURPLN r/r (niższe koszty najmu). Jednocześnie postępująca inflacja oraz utrzymująca się wysoka konsumpcja pozytywnie przełoży się na wyniki spółek z sektora spożywczego. Podtrzymujemy pozytywne podejście do EAT, LPP oraz EUR.

WIG 62 801
Średnie P/E 2017 13,3
Średnie P/E 2018 12,3
Średni dzienny obrót (3M)..... 879 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
Grupa Azoty	trzymaj	▼
GTC	trzymaj	▼
KGHM	akumuluj	▼
PGE	akumuluj	▼
PGNiG	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.zybała@mbank.pl

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

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

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

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	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. Chemia	20
6.1. Ciech	20
6.2. Grupa Azoty	20
6.3. Polwax	21
6.4. Synthos	21
7. Paliwa	22
7.1. Lotos	22
7.2. MOL	22
7.3. PGNiG	23
7.4. PKN Orlen	23
8. Energetyka	24
8.1. CEZ	24
8.2. Enea	24
8.3. Energa	25
8.4. PGE	25
8.5. Tauron	26
9. Telekomunikacja, media, IT	27
9.1. Netia	27
9.2. Orange Polska	27
9.3. Agora	28
9.4. Cyfrowy Polsat	28
9.5. Wirtualna Polska	29
9.6. Asseco Poland	29
9.7. CD Projekt	30
9.8. Comarch	30
10. Przemysł i metale	31
10.1. Kernel	31
10.2. Kęty	31
10.3. KGHM	32
10.4. Stelmet	32
11. Budownictwo	33
11.1. Budimex	33
11.2. Elektrobudowa	33
11.3. Erbud	34
11.4. Unibep	34
12. Deweloperzy	35
12.1. Atal	35
12.2. Capital Park	35
12.3. Dom Development	36
12.4. Echo Investment	36
12.5. GTC	37
12.6. Robyng	37
13. Handel	38
13.1. AmRest	38
13.2. CCC	38
13.3. Eurocash	39
13.4. Jeronimo Martins	39
13.5. LPP	40
13.6. TXM	40
14. Inne	41
14.1. PBKM	41

Rynek akcji

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji. W lipcu WIG20 zwyżkował o 3,2%, co jest zbieżne z zachowaniem indeksów rynków wschodzących. Globalny przepływ kapitału poprzez fundusze ETF pozostaje głównym czynnikiem decydującym o koniunkturze na GPW (oznacza również zmniejszoną podatność indeksu na lokalne czynniki makro czy informacje z polityki). Głównym czynnikiem ryzyka jest sytuacja na globalnym rynku akcji. P/E 12M dla S&P500 to 21,3x, co przy spadku VIX do najniższego poziomu od ćwierć wieku (9,4x) zwiększa ryzyko korekty w krótkim okresie. Przy wysokich wskaźnikach „wykupienia” technicznego rynku przyczyną korekty mogą być zarówno dane makro, wyniki spółek, wypowiedzi polityków czy zwykły *profit taking*. Naszym zdaniem średnioterminowa perspektywa pozostaje pozytywna (momentum makro w światowej gospodarce poprawia się, rośnie podaż pieniądza, zwiększa się dostępność kredytu, spółki raportują dobre wyniki), dlatego ewentualna korekta nie powinna być głęboka (do 5%).

Wysokie wyceny, rekordowo niska zmienność

Lipiec zapoczątkował ósmy kwartał z rzędu wzrostu wartości S&P500. Jednocześnie spadek zmienności dla opcji na indeks (VIX: 9,4x) do najniższego poziomu od co najmniej 27 lat, dalsze wypłaszczanie się krzywej dochodowości amerykańskich obligacji przy jednoczesnym wzroście P/E 12M indeksu do 21,3x (P/BV: 3,16x) rodzą obawy wśród inwestorów o nieuchronną – głębszą niż 3-4 dniowe spadki – korektę. Długo- i średnioterminowa perspektywa globalnego rynku akcji nadal wygląda optymistycznie. Dane makro, a w efekcie wyniki spółek, poprawiają się. Dynamika amerykańskiego PKB w 2Q (+2,6%) potwierdza, że spowolnienie w pierwszych miesiącach roku (PKB w 1Q +1,2%) nie miało trwałego charakteru (efekt zapasów i niskich inwestycji). 77,7% spółek, które dotychczas raportowały wyniki za 2Q pobiło konsensus analityków. ECB potwierdza dobrą koniunkturę w gospodarce europejskiej i optymistyczną perspektywę na kolejne miesiące. Dane z Chin o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej czy odczyty PMI również wskazują na przyspieszenie dynamiki wzrostu. Ostatnie publikacje danych o inflacji (przy silnym spadku cen *soft commodities* w ostatnich 3 tygodniach) powodują, że retoryka banków centralnych ponownie jest bardziej gołębia. Analitycy Evercore ISI obliczyli, że podaż pieniądza w USA, strefie euro, Chinach i Japonii w ostatnich 12 miesiącach wzrosła o 6% r/r, tj. o kwotę 60 bln USD, co istotnie wspiera gospodarkę, jak również wywołuje inflację aktywów i hossę w segmencie M&A. Słabnący USD oraz rosnące ceny surowców napędzają indeksy z rynków wschodzących, które od początku roku zachowują się istotnie lepiej niż indeksy rynków rozwiniętych. Dotyczy to zarówno krajów, których gospodarki opierają się na spółkach technologicznych (Korea, Tajwan), jak również surowcach (Brazylia, Argentyna, Chile). Hossa na EM ma dziś większe przełożenie na zachowanie WIG20 niż lokalne czynniki makro czy ryzyka związane z polityką.

W krótkim okresie widzimy jednak kilka czynników, które mogą być sygnałem ostrzegawczym i przyczyną korekty. Od dwóch tygodni akcje spółek europejskich zachowują się słabiej (w lipcu: DAX -1,6%, CAC -0,5%) niż indeksy amerykańskie (S&P500: +1,9%). Głównym powodem jest umacniające się euro i jego negatywny wpływ na wyniki eksporterów oraz nieco słabsze niż oczekiwano wyniki za 2Q. Sektor samochodowy już teraz odnotowuje spadek sprzedaży aut w ujęciu globalnym (również w USA), a dodatkowo niemieckie koncerny (BMW, VW, Daimler) dotyka rozszerzająca się skala „afery spalinowej” (ryzyko kolejnych kar). Mniej konkurencyjna cena aut europejskich wykorzystywana jest przez producentów japońskich. Silne euro „przeszkadza” również europejskim producentom z sektora chemicznego (rozczarowujące wyniki i ocena perspektyw).

W ostatnich dniach słabo w relacji do szerokiego rynku zachowuje się indeks spółek transportowych w USA (DJIA +1,7%, DJT -4,0%), co historycznie często było początkiem korekty całego rynku. Bezpośrednim powodem takiej sytuacji jest obawa inwestorów o wyniki spółek z sektora, który boryka się ze wzrostem presji płacowej, a jednocześnie spółki transportu samochodowego jak również lotniczego utraciły „pricing power” i nie są w stanie przenieść wyższych kosztów na ceny usług.

GPW z trendem na EM

Po nieco słabszych odczytach makro z poprzednich tygodni nasi makroekonomiści oczekują, że lipcowe dane będą miały pozytywny wydźwięk. Będzie to w głównej mierze efekt statystyczny (większa liczba dni roboczych), ale również efekt poprawiającej się sytuacji na rynku pracy (tu ograniczenia podażowe mogą coraz bardziej doskwierać przedsiębiorstwom). Jak dotychczas wyniki publikowane przez polskie spółki – przede wszystkim banki – oceniamy jako nieco lepsze od oczekiwań. Ze względu na wakacyjną przerwę w obradach parlamentu, w kolejnych tygodniach można oczekiwać braku informacji nt. kształtu ustawy spreadowej i frankowej, co przynajmniej nie powinno psuć sentymentu. W naszej ocenie osłabienie się CHF w relacji do PLN (-9,4% YTD) z jednej strony obniża potencjalny koszt związany z ustawą frankową, ale z drugiej strony ułatwia jej wprowadzenie (mniejszy, negatywny wpływ na sektor bankowy).

Z ostatnich wypowiedzi Premiera Morawieckiego wynika, że reforma OFE wejdzie w życie w lipcu 2018 roku, a nie jak pierwotnie zakładano od stycznia. Powodem opóźnienia jest konieczność przeprowadzenia dalszych ustaleń międzyresortowych w tym prace dostosowawcze po stronie ZUS. Główne założenia dotyczące programu (tj. zmiana OFE na TFI, 75% aktywów trafi na IKZE, pozostałe 25% do Funduszu Rezerwy Demograficznej) pozostają niezmiennione. Reforma OFE mogłaby mieć pozytywny wpływ na rynek kapitałowy w Polsce pod warunkiem, że jego integralną częścią będzie wprowadzenie drugiego elementu, tj. upowszechnienia pracowniczych planów kapitałowych, które mogłyby zasilić GPW nowym kapitałem. Zgodnie z deklaracjami Premiera Morawieckiego ta część reformy ma być również przeprowadzona. Nasze wątpliwości budzi jednak czas implementacji, który może być opóźniony w stosunku do reformy OFE o ok. 6 miesięcy.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory w sierpniu

Finanse

- Oczekujemy, że sezon wyników poprawi sentyment do polskiego sektora bankowego. Banki, które już zaprezentowały wyniki pokazały znaczącą poprawę marży odsetkowej oraz niski koszt ryzyka. Szczególnie dobrych wyników w polskim sektorze finansowym oczekujemy od PKO BP, Skarbiec Holding, PCM oraz Kruka.
- Rekomendujemy przeważenie Pekao wobec PKO BP. Bank Pekao po słabym 2Q'17 powinien poprawić wyniki w 2H'17 oraz zanotuje zysk jednorazowy (400 mln PLN z Pioneer), który podniesie konsensus prognoz na cały rok. Ponadto Pekao charakteryzuje wyższe ROE oraz dywidendę, niższy koszt ryzyka niż PKO BP, co powinno gwarantować premię.
- Z polskiego sektora bankowego naszym „top-pick” pozostaje Alior Bank. Uważamy, że katalizatorem do dalszego wzrostu może być ogłoszenie w przyszłości sprzedaży części akcji przez PZU. Ponadto obecny Zarząd podtrzymuje dotychczasową strategię banku, co powinno powoli odbudować 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 KB mogą być znacząco wsparte przez podwyżki stóp procentowych w Czechach, które mogą nastąpić już sierpniu. Z drugiej strony oczekujemy bardzo dobrych wyników w OTP Banku.
- **Kluczowe rekomendacje:** Komerční Banka (akumuluj), Alior Bank (kupuj), PCM (kupuj).

Paliwa

- Ceny ropy w końcu lipca dynamicznie odbiły reagując w końcu na serię znaczących spadków zapasów surowca w USA, które przywróciły nadzieję na zbilansowanie rynku w 2H'17. Powoli wyhamowuje również trend wzrostowy na liczbie aktywnych wiertni na złożach ropy, co może schładzać oczekiwania wydobycia w USA w przyszłym roku. Dodatkowym katalizatorem była także zapowiedź spotkania OPEC i krajów stowarzyszonych na początku sierpnia w celu przedyskutowania słabnącej dyscypliny w zakresie wyznaczonych celów wydobywczych.
- Kompleksowe marże rafinerijne w lipcu utrzymywały się na wysokich poziomach powyżej 7 USD/Bbl i choć w ostatnich dniach nieco osłabły na odbiciu cen ropy, to nadal pozostają satysfakcjonujące, głównie z uwagi na moce cracki na dieslu (awaryjne przestoje w dużych rafineriach Total i Shell). W naszym scenariuszu wzrostu cen ropy rentowność przerobu powinien być jednak pod presją w kolejnych miesiącach. Marże petrochemiczne po spadku w czerwcu nadal pozostają pod presją, co może być już dyskontowaniem wejścia na rynek nowych mocy w USA i Chinach.
- Dyferencjał Ural/Brent, po zapowiedziach utrzymania niskich załadunków w Primorsku na sierpień, spadł do 0,5 USD/Bbl i powinien utrzymywać się na takich niskich poziomach również z uwagi na wciąż wysoki crack HSFO.
- Spread w notowaniach gazu pomiędzy Polską a Niemcami wciąż się powiększa, co obrazuje efekt socjalizacji kosztów terminala, powszechność obowiązku utrzymania zapasów i koszty pozyskania gazu przez PGNiG. Obok niższych cen ropy jest to główny powód wzrostu teoretycznej marży terminowej PGNiG.
- **Kluczowe rekomendacje:** PKN Orlen (sprzedaj), Lotos (sprzedaj), PGNiG (akumuluj).

Chemia

- W lipcu notowania europejskich spółek chemicznych były pod presją umacniającego się EUR do USD. Po korekcie MSCI Chemicals Europe notowany jest na poziomie swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E'17 oraz EV/EBITDA'17. Jeśli trend na EUR odwróciłby się, to naszym zdaniem jest szansa na odbicie notowań.
- Naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniany pozostaje Ciech. Ceny sody w Europie są stabilne od początku roku, z kolei w USA Ciner i Tronox zapowiedziały podwyżki cen o 6 USD/t. Z kolei, za Grupą Azoty przemawia wyraźnie niższa baza porównawcza od 2Q'17. Spółka w 2017 roku korzystać będzie z lepszych rezultatów segmentów tworzyw sztucznych oraz chemii (poprawa otoczenia rynkowego). Jednakże, z uwagi na wyczerpanie się prognozowanego potencjału wzrostu obniżamy naszą rekomendację dla Grupy Azoty.
- Negatywnie oceniamy perspektywę Synthos z uwagi na wyraźne spadki cen butadienu i utrzymanie się wysokie zapasy kauczuków w Chinach.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj), Synthos (sprzedaj).

Energetyka

- Ceny energii w Niemczech oscylują w okolicach 31-32 EUR/MWh, czemu sprzyjają wzrosty cen węgla w portach ARA (+8% m/m w ujęciu dolarowym). W przypadku uprawnień do emisji obserwujemy stabilizację, a rynek czeka na ostateczne rozstrzygnięcia w kwestii reformy systemu ETS (lipcowe trójstronne negocjacje nie przyniosły rezultatu i kolejna runda zaplanowana jest na wrzesień).
- W Polsce kontrakt roczny wrócił w okolice 165 PLN/MWh, ale nadal nie widać efektu podwyżek lokalnych cen węgla, o których spekuluje się już od miesięcy (podobno PGG kwotuje ceny poza kontraktami długoterminowymi na ponad 11 PLN/GJ na rok 2018). My zakładamy, że w przyszłym roku benchmark wzrośnie o 7%, co pozwoli na wzrost cen energii do 166 PLN/MWh.
- Uchwalona nowelizacja ustawy o OZE i projekt rozporządzenia w sprawie podniesienia obowiązku kolorowania do 17,5% już przyniosły wzrosty cen certyfikatów do 40 PLN/MWh, choć przypominamy że mechanizm powiązania opłaty zastępczej z cenami świadectw pochodzenia stanowi hamulec przed dalszymi dynamicznymi wzrostami.
- 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:** Energa (akumuluj), PGE (akumuluj), 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 wrócą 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 mogłyby wykonać jedynie kilka dużych firm IT. Chce dać szansę mniejszym firmom. Pieniądze na informatyzację mają być wydawane rozważnie. Minister poinformowała, że obecnie każdy projekt przed akceptacją jest bardzo dokładnie analizowany. Minister stwierdziła, że w poprzedniej unijnej perspektywie budżetowej z lat 2007-13 projekty były wielokrotnie przeszacowane, a efekty ich realizacji są „żałosne”. Dofinansowanie w postaci 4 mld PLN zostało „przepalone”. Plany Ministerstwa Cyfryzacji interpretujemy negatywnie dla dużych firm, tj. dla Asseco Poland, Comarchu i Sygnyty, 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 Sygnyty. Rentowność projektów IT będzie mniejsza, a ich wygranie trudniejsze.
- Z kolei w 1Q'17 liczba ogłoszonych zamówień publicznych w obszarze usług informatycznych, oprogramowania i sprzętu wzrosła o 32 proc. do 405 z 307 w analogicznym okresie 2016 r. Sądymy, 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 Ailleron oraz z grupy Asseco Poland: Asseco South Eastern Europe i Asseco Business Solutions.
- Atedne może wykazać słabe wyniki za 2Q'17 ze względu na wysoką bazę sprzed roku, jednak pozostajemy pozytywni w długim terminie.
- **Kluczowe rekomendacje:** Orange Polska (kupuj), Agora (kupuj), Asseco Poland (redukuj).

Przemysł i metale

- Umocnienie EUR do USD negatywnie w lipcu przekładało się na notowania spółek przemysłowych w Europie. Mimo tego indeks MSCI Industrials EU jest nadal notowany z około 6% premią do swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E'17 oraz EV/EBITDA'17. Dodatkowo ryzyka regulacyjne (normy emisji spalin oraz postępowanie antymonopolowe) negatywnie przekładały się na wycenę producentów samochodów w Europie (OEM) oraz poddostawców. Warto zauważyć, że wycena poddostawców Automotive w Europie spadła poniżej swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E'17 oraz EV/EBITDA'17.
- Polskie spółki przemysłowe nadal pozostają pod presją umacniającej się PLN do walut obcych, rosnących kosztów surowców oraz wyższych kosztów pracy. W 2Q'17 oczekujemy, że jedynie 36% obserwowanych spółek przemysłowych poprawi zeszłoroczne rezultaty (najgorzej od 3Q'15), natomiast 17% spółek je pogorszy (wartość zbliżona do poprzednich trzech kwartałów). Naszym zdaniem stosunkowo dużo spółek (aż 47%) zanotuje zbliżone r/r wyniki (najwięcej od 2Q'15). Pozytywnej dynamiki oczekujemy w spółkach: Apator, Boryszew, Grupa Kęty, Kernel, Kruszwica i Pfeleiderer Group. Negatywnej w Alumat, Stelmet i Vistal.
- Naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniane są: Elemental Holding (około 20% r/r wzrost EBITDA grupy po akwizycji podmiotów z branży recyklingu płytek PCB i katalizatorów), Ergis (spółka notowana z około 18-33% dyskontem do innych polskich spółek przemysłowych), Famur (wzrost cen węgla i surowców pozytywnie przekładać się będzie na inwestycje w sektorze wydobywczym), Kernel (wyższe ceny zbóż oraz wzrost areału powinny przełożyć się na pozytywną dynamikę wyników w kolejnym sezonie), Pfeleiderer Group (spółka notowana z około 30% dyskontem na wskaźniku EV/EBITDA'17-18, możliwy wzrost DYield w latach 2018-2019) oraz Stelmet (perspektywa poprawy wyników w 2018 roku po zwiększeniu obłożenia mocy w zakładzie w Grudziądzu).
- W lipcowym wydaniu spółek przemysłowych obniżyliśmy pozycjonowanie dla Alumat (nieoczekiwany wzrost konkurencji ze strony dwóch znaczących podmiotów w Europie, brak jasnego horyzontu czasowego do kiedy taka sytuacja może się utrzymywać) oraz Apator (mimo oczekiwanych dobrych wyników w IH'17 raczej oczekujemy za mało prawdopodobne, żeby Spółka w 2017 roku podniosła całoroczne prognozy rezultatów; problemy z pozyskaniem nowych kontraktów w Elkomtech, który był jednym z najbardziej rentownych podmiotów w Grupie).
- Aktualnie zalecamy niedoważenie Boryszewa (spółka notowana jest z 9-34% premią).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Boryszew (niedoważaj), Elemental (przeważaj), Ergis (przeważaj), Famur (kupuj), KGHM (akumuluj), Kernel (akumuluj), Pfeleiderer Group (przeważaj), Stelmet (kupuj).

Budownictwo

- Spółki budowlane z pierwszego szeregu mają za sobą bardzo słaby miesiąc pod względem zachowania kursu. Budimex, Elektrobudowa, Erbud i Trakcja przeceniły się o 5-10%. Jedynie Torpol zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku (+5%).
- Jedną z przyczyn spadku mogą być oczekiwane słabe wyniki branży w 2Q'17. Ponadto, rynek obawia się o rentowność sektora w obliczu rosnącego zapotrzebowania na pracowników. Do czynników ryzyka doszły obawy o fundusze unijne dla Polski w obliczu sporu o Sąd Najwyższy.
- Uważamy, że 2H'17 będzie dla branży znacznie lepsza pod względem wyników, a nasze całorocznej prognozy dla Budimeksu, Erbudu, Unibepu i Elektrobudowy pozostają aktualne pomimo spodziewanego niskiego wykonania prognoz po pierwszej połowie roku.
- Istotne ryzyka dla prognoz 2017 roku widzimy dla spółek budownictwa kolejowego: Torpol, Trakcja, ZUE. Z powyższej trójki to Torpol zbudował najmocniejszy portfel zamówień, biorąc pod uwagę jego wielkość i jakość.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Budimex (kupuj), Elektrobudowa (kupuj), Unibep (akumuluj), Torpol (przeważaj).

Deweloperzy

- Deweloperzy mieszkaniowi zwiększyli sprzedaż mieszkań w 2Q'17 o 21% r/r, a w całym 1H'17 o 23% r/r. Nasza całoroczna prognoza sprzedaży sektora jest zrealizowana w 50%. Spółką, która jednoznacznie dostarczyła argumentów do podniesienia naszych prognoz jest Lokum.
- Opublikowany w połowie lipca raport REAS nt. rynku mieszkaniowego wskazuje dalszą stabilizację oferty w największych miastach oraz umiarkowany wzrost cen mieszkań (oprócz Trójmiasta, gdzie ceny sprzedanych mieszkań były wyższe o 9% r/r).
- Wyniki finansowe deweloperów mieszkaniowych za 2Q'17 będą relatywnie słabe ze względu na 13% spadek przekazanych mieszkań w ujęciu r/r. Z punktu widzenia całorocznych prognoz nie ma to jednak żadnego znaczenia. Po 2Q'17 prognozujemy wysokie (ok. 50%) wykonanie całorocznych prognoz GTC i Echo. Z powyższej pary preferujemy Echo.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Atal (akumuluj), Robyg (kupuj), Echo Investment (akumuluj), LC Corp (przeważaj), Lokum Deweloper (przeważaj)

Handel

- Wyniki w 2Q'17: większość ze spółek z sektora odzieżowego i obuwniczego powinna poprawić swoje rezultaty w 2Q'17. Sprzyjające otoczenie rynkowe oraz odpowiednie przygotowanie do sezonu sprzyjało poprawie sprzedaży w CCC oraz LPP (obie spółki wypracowały dodatnią sprzedaż w placówkach porównywalnych). W CCC wysoka aktywność promocyjna może się negatywnie przełożyć na osiągniętą marżę brutto na sprzedaży (oczekujemy spadku o 1,7% r/r do 52,3% w 2Q'17), jednak poprawa efektywności sprzedaży powinna spowodować, że skala zmniejszenia marży EBITDA r/r będzie znacznie mniejsza (szacowane 0,2p.p. r/r do 17,1% w 2Q'17). Poprawa oraz dobry odbiór kolekcji w LPP mają swoje odzwierciedlenie zarówno w poprawie rentowności sprzedaży (+6,5p.p. r/r do 56,4%), jak i w zwiększeniu sprzedaży porównywalnej. Oczekujemy odwrócenia trendu w sprzedaży porównywalnej w marce RESERVED w Polsce (obszar ten jako jeden z nielicznych

nie odnotował poprawy lfl w ostatnich kwartałach). W efekcie wyniki spółki powinny pokazać wysoką dynamikę na poziomie EBIT/EBITDA (szacujemy odpowiednio 122%/67% r/r wzrostu).

- Deprecjacja USDPLN oraz EURPLN: osłabienie EURPLN r/r oraz rosnąca baza od połowy VIII'17, powinny przełożyć się na obniżenie kosztów najmu r/r w spółkach odzieżowych i obuwniczych w 3Q'17. Dalsze osłabienie USDPLN w miesiącach VI-VII'17 powinno mieć pozytywne przełożenie na marżę brutto na sprzedaży osiąganą przez spółki odzieżowe i obuwnicze w 4Q'17 (w tych miesiącach dochodziło do wielu rozliczeń zakupu kolekcji jesień-zima'17). Wysoką ekspozycję na zakupy w USD mają LPP (ok. 90% zakupów), Monnari (ok. 90%), CCC (ok. 50%), Vistula (ok. 30% zakupów) oraz Bytom (ok. 30% zakupów). Ponadto część zakupów towarów/materiałów w EURPLN rozliczają Vistula, Bytom, Gino Rossi.
- Miesięczne dane sprzedażowe: wysoka dynamika sprzedaży w LPP (+21,7% r/r wzrostu sprzedaży przy 6,3% wzroście powierzchni sprzedażowej) jest efektem konsekwentnego realizowania strategii wyprzedażowej przyjętej w 2016 roku (intensywne wyprzedaże na koniec sezonu oraz maksymalizacja marży na początku sezonu). W spółkach odzieżowych i obuwniczych wyniki osiągane w okresie lipiec-sierpień cechują się niską istotnością w kontekście budowania całorocznego wyniku. Kluczowym dla LPP w 2017 roku będzie 4Q'17, gdzie perspektywy do wzrostu sprzedaży porównywalnej oraz rentowności sprzedaży są atrakcyjne. CCC odnotowało wysoką poprawę sprzedaży r/r w VII'17, gdzie akcje wyprzedażowe zostały po raz pierwszy wspierane przez akcje marketingową. Wysokie tempo poprawy (około 100% r/r w VII'17) zostało utrzymane w kanale internetowym. Po 2Q'17 spółka udowodniła, że jest odpowiednio przygotowana do sezonu, a sprzyjające otoczenie rynkowe dodatkowo napędza sprzedaż. W 4Q'17 dynamika wyników spółki będzie tłumiona przez efekt wysokiej bazy.
- AmRest powinien zaraportować około 16% r/r wzrostu wyniku EBITDA w 2Q'17, co jest nadal poziomem niższym niż średnioterminowy cen zarządu (20% r/r). Pomimo bardzo dobrych wyników sprzedażowych (poprawa sprzedaży porównywalnej w najważniejszych segmentach w 2Q'17), utrzymujące się wysokie koszty restrukturyzacji oraz koszty M&A wpływać na ograniczenie tempa wzrostu na poziomie EBITDA. W kolejnych kwartałach dynamika poprawy wyników R/R powinna istotnie się zwiększyć ze względu na zmniejszające się koszty restrukturyzacji na rynku niemieckim oraz konsolidację przejmowanych restauracji. Biorąc pod uwagę potencjał rozwoju restauracji z ogłoszonych/zakończonych akwizycji, uważamy nasze prognozy na 2017 rok za aktualne.
- Oczekujemy, że wyniki Eurocash w 2Q'17 będą wspierane przez rosnącą inflację w cenach 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 (ceny detaliczne oraz hurtowe) oraz sprzyjające otoczenie rynkowe powinny wspierać osiągane 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 sprzedana przemysłu wzrosła w czerwcu o 4,5% r/r, zgodnie z naszą prognozą (4,4%) i nieznacznie powyżej konsensusu (ok. 4%). Spowolnienie w porównaniu do maja to zasługa mniej korzystnego układu dni roboczych (zamiast +1, różnica dni roboczych wyniosła -1 r/r), który zdjął z dynamiki rocznej całego agregatu ok. 5 pkt. proc. Struktura odczytu przynosi pewne pozytywne niespodzianki – silnie spowolniło górnictwo (z +2,3 do -4,7% r/r) i produkcja energii (z 9,6 do 2,1% r/r – efekt normalizacji pogody i powrotu do typowo sezonowej wielkości produkcji), co oznacza całkiem solidny wynik przetwórstwa. W ujęciu miesięcznym produkcja wzrosła o 0,7% m/m po wyłączeniu czynników kalendarzowych i sezonowych i jest to wynik prawdopodobnie zaniżony przez słabość górnictwa i produkcji energii – odwraca się tym samym sytuacja z poprzedniego miesiąca, kiedy to niezły wynik całej produkcji maskował skromny wzrost produkcji w przetwórstwie. Ogólny obraz zakończonego właśnie kwartału jest niezmienny – w II kwartale momentum przemysłu wyraźnie osłabło (i jest nadzwyczaj spójne, chociażby ze wskazaniami PMI), co od kilku miesięcy wiążemy z procesem równoważenia zbyt wysokich zapasów nagromadzonych przez przedsiębiorstwa na przełomie roku. Patrząc szerzej, trend jest wzrostowy a II kwartał przyniósł normalizację po wybujałych wynikach I kwartału. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w czerwcu o 11,6%, nieco powyżej prognoz (my i rynek ok. 10% r/r). W ujęciu miesięcznym zanotowano, po odsezonowaniu, wzrost o 2,1%, co tylko częściowo niweluje ostatnie dwa miesiące spadków. Teza o negatywnym wpływie warunków pogodowych na produkcję budowlaną w maju jest oczywiście nieweryfikowalna, niemniej jednak czerwcowe odbicie jest przynajmniej z nią spójne. Brak silniejszego impetu po stronie produkcji można wiązać ze wciąż ostrożną działalnością inwestycyjną przedsiębiorstw prywatnych (za wyjątkiem idącego na rekord budownictwa mieszkaniowego). Taki impet nie jest jednak, z uwagi utrzymujący się do sierpnia włącznie ciągu niskich baz statystycznych, konieczny do osiągnięcia dwucyfrowych dynamik produkcji budowlano-montażowej. W naszej opinii obok efektów bazowych do napędzania inwestycji powinny się włączyć w drugiej połowie roku uruchamiane stopniowo inwestycje publiczne finansowane z nowej perspektywy budżetowej.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna w ujęciu nominalnym wzrosła w czerwcu o 6,0% (nasza prognoza 6,4%); stanowi to oczekiwane spowolnienie w stosunku do maja. Jest to wynik ogólnego obniżenia dynamik sprzedaży praktycznie po wszystkich kategoriach prócz paliw oraz prasy i książek (tam odnotowano wzrosty – „czytelnicstwo” ma się w ostatnich miesiącach nadzwyczaj dobrze, rosnąc średnio szybciej niż cała sprzedaż detaliczna). Na uwagę zasługuje jednak silniejsze spowolnienie w kategorii włókno i odzież (z 11,4% do 7,7%) oraz AGD (7,8% r/r do 2,7%). Według naszych szacunków większość spowolnienia sprzedaży to reakcja na zmianę liczby dni roboczych (z +1 w poprzednim miesiącu do -1 w miesiącu bieżącym). Stopniowo narastający efekt bazowy spowodowany przez wypłaty z programu 500+ będzie miał w kolejnych miesiącach narastająco niekorzystny wpływ na dynamiki roczne. Tym niemniej, z uwagi na świetną kondycję rynku pracy nie spodziewamy się istotnego spadku dynamiki sprzedaży towarów i konsumpcji w ogóle (w tym ostatnim przypadku w grę wchodzi spowolnienie z około 5% w pierwszych miesiącach roku do 4,0-4,2% w drugiej połowie roku). Szacunki konsumpcji realnej ratuje deflator sprzedaży detalicznej i sprzedaż towarów liczona w ujęciu realnym. Silne przeważanie tej miary cen w kierunku cen paliw, żywności i generalnie towarów (przypomnijmy nasze wyniki szatowania wzrostów cen konsumenta: ceny towarów

zawróciły w ujęciu rocznym przy dalszym wzroście cen usług) sprawia, że w czerwcu znów ocieramy się o deflację, gdyż sprzedaż realna wzrosła aż o 5,8% (niewielkie hamowanie w stosunku do 7,4% przed miesiącem) spychając deflator sprzedaży do 0,2%. To ewidentne wsparcie dla nominalnej siły nabywczej rosnącej w rekordowym już tempie (patrz nasz wczorajszy komentarz do danych z rynku pracy).

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw okazało się nieco niższe od naszej prognozy (4,3% wzrost w ujęciu rocznym względem naszych oczekiwań na poziomie 4,4%), ale przekroczyło 6 mln etatów (5 mln zostało przekroczone w 2007 roku). W ujęciu miesięcznym stworzono 11 tys. etatów. To mniej niż rekordowe 19 tys. z ubiegłego roku i bliżej sezonowej normy w granicach 8-10 tys. dla tej fazy cyklu koniunkturalnego. 4,3% wzrost zatrudnienia w ujęciu rocznym wygląda wciąż bardzo solidnie. W połączeniu z pozytywnymi perspektywami zatrudnienia ujawnionymi w dzisiejszym raporcie NBP jesteśmy spokojni w zakresie popytu na pracę w Polsce. Inną historią jest strona popytowa rynku pracy oraz perspektywa jej niedopasowania do bieżącego popytu przy bieżących cenach (płacach). Tu jesteśmy już mniej optymistyczni. Uważamy, że bilansowanie popytu i podaży będzie możliwe tylko i wyłącznie przy stałe, lecz umiarkowanie przyspieszających płacach. Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w czerwcu aż o 6,0% r/r, istotnie powyżej konsensusu rynkowego i naszych prognoz (odpowiednio, 5,0 i 5,2% r/r). Wzrost wynagrodzeń o 6%, pomijając jednorazowe efekty podwyżki składki rentowej w 2012 r., to najwyższy odczyt od 2009 roku. W pewnym stopniu nasza teza o zbliżającym się silnym przyspieszeniu płac znajduje zatem potwierdzenie już teraz. Czynniki sprzyjające szybkim wzrostom płac nominalnych zasadniczo nie zmieniły się – nierównowaga popytu i podaży pracy systematycznie rośnie – a doniesienia prasowe z ostatnich tygodni wskazują na pojawienie się dodatkowego czynnika w postaci wyższych żądań płacowych pracowników z Ukrainy (nawet o 30% wyższe stawki). Niezależnie od przyczyn (ruch bezwizowy Ukrainy z resztą UE), oznacza to zerwanie kotwicy, która w ostatnich kwartałach utrzymywała dynamikę wynagrodzeń pracowników fizycznych i nisko wykwalifikowanych na niskich poziomach. Dynamika nominalnego funduszu płac wyniosła 10,6% r/r i ustanowiła nowe cykliczne maksimum, podczas gdy fundusz płac liczony w cenach stałych rośnie już o 9,1% r/r, a zatem prawie tak szybko, jak w okresie najgłębszej deflacji w latach 2015-2016 r. Wypada nam tylko powtórzyć w tym miejscu tezę, że obawy o wyhamowania wzrostu konsumpcji z powodu powrotu inflacji całkowicie się nie sprawdziły.

Inflacja

Inflacja CPI wyniosła w czerwcu 1,5% - tak, jak podano we wstępnym szacunku i istotnie mniej niż prognozowano (1,8%). Finalny odczyt rozstrzyga też kwestię przyczyn tak głębokiego spadku inflacji. W naszym komentarzu do danych flash obstawialiśmy, że zaskoczenie to wina niskich cen żywności i w tej kwestii mieliśmy częściowo rację. W czerwcu ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły w ujęciu miesięcznym o 0,1%, co jest wartością istotnie niższą od naszych pierwotnych szacunków (+0,8%), ale nieco wyższą od tego, czego należało się spodziewać sezonowo (-0,2-0,3% m/m). W szczególności, wzrost cen mięs widoczny w danych targowiskowych nie znalazł żadnego odzwierciedlenia w statystyce GUS. Ceny paliw spadły o 4,1% m/m i tutaj nie było najmniejszej niespodzianki. Oznacza to, że za niespodziankę częściowo odpowiada też niższa inflacja bazowa (0,8% wobec 0,9% prognozowanych przez nas). Podobnie, jak w poprzednim miesiącu, kategoriami bazowymi rządzi chaos i zaskoczenia w dwie strony, można jednak

pokusić się o wyekstrahowanie pewnego wzorca. Generalnie, w czerwcu wzrosły głównie ceny usług (zdrowotnych, transportowych, turystyki zorganizowanej, restauracyjnych i hotelowych, oraz fryzjerskich czy kosmetycznych), podczas gdy obniżyły inflację ceny dóbr konsumenckich (odzieży i obuwia, samochodów osobowych i różnych drobnych artykułów codziennego użytku). Nie powinno to stanowić zaskoczenia. Wielokrotnie wskazywaliśmy, że ceny dóbr konsumenckich są w krótkim okresie wrażliwe przede wszystkim na wahania kursu walutowego czy nawet surowców – obydwa czynniki od miesięcy oddziałują deflacyjnie. Usługi, tymczasem, reagują przede wszystkim na dynamikę wynagrodzeń i lukę popytową, a koncentracja wzrostów cen w kategoriach pracochłonnych (restauracje, hotele, fryzjerstwo) jest potwierdzeniem tego faktu. Podtrzymujemy opinię, że czerwcowe 1,5% r/r to najniższy odczyt inflacji w tym roku. W kolejnych miesiącach inflację będzie podbijać letni wzrost cen żywności i wzrosty inflacji bazowej napędzane drożącymi usługami.

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						+1,4%	14,7	12,8		
ALIOR BANK	kupuj	2017-03-16	71,97	90,00	63,73	+41,2%	20,3	9,5		
BZ WBK	trzymaj	2017-05-08	351,25	332,34	371,95	-10,6%	16,6	13,8		
GETIN NOBLE BANK	trzymaj	2017-03-01	2,02	2,14	1,40	+52,9%	7,4	3,9		
HANDLOWY	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	71,40	+19,0%	16,8	13,2		
ING BSK	redukuj	2017-04-05	171,00	152,39	199,00	-23,4%	17,7	15,7		
MILLENNIUM	sprzedaj	2017-05-08	7,06	5,81	7,66	-24,2%	14,7	12,9		
PEKAO	akumuluj	2017-07-18	131,25	145,42	127,35	+14,2%	16,6	13,6		
PKO BP	redukuj	2017-03-01	33,28	31,20	37,28	-16,3%	15,9	14,0		
KOMERCNI BANKA	akumuluj	2017-01-27	892,60	1 011,37 CZK	959,00	+5,5%	14,2	12,8		
ERSTE BANK	akumuluj	2017-06-02	32,67	35,98 EUR	35,47	+1,5%	12,3	11,0		
OTP BANK	akumuluj	2017-03-01	8 450	9 031,25 HUF	9 580	-5,7%	12,0	11,0		
PZU	kupuj	2017-07-18	44,19	51,83	44,00	+17,8%	14,2	11,6		
KRUK	sprzedaj	2017-05-08	293,85	219,64	348,00	-36,9%	23,0	20,2		
PRIME CAR MANAGEMENT	kupuj	2017-01-27	34,91	46,43	32,69	+42,0%	9,5	8,6		
SKARBIEC HOLDING	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	30,00	+54,3%	7,5	6,6		
Chemia						+7,9%	10,5	13,4	6,3	6,5
CIECH	kupuj	2017-06-02	69,69	82,00	59,14	+38,7%	8,7	11,2	5,4	6,1
GRUPA AZOTY	trzymaj	2017-08-02	72,08	74,30	72,08	+3,1%	14,5	15,6	7,1	6,9
POLWAX	kupuj	2017-01-13	16,60	25,95	13,79	+88,2%	5,8	5,9	5,1	6,0
SYNTHOS	sprzedaj	2017-01-17	5,30	3,72	4,44	-16,2%	12,2	16,1	8,7	10,4
Paliwa						-13,1%	13,3	11,8	6,7	5,4
LOTOS	sprzedaj	2017-03-01	48,63	36,27	50,32	-27,9%	15,8	12,3	7,9	5,9
MOL	redukuj	2016-12-20	20 620	18 970 HUF	22 255	-14,8%	13,3	11,3	5,5	5,0
PGNIG	akumuluj	2017-08-02	6,75	7,25	6,75	+7,4%	12,7	10,3	5,3	4,5
PKN ORLEN	sprzedaj	2016-12-20	87,17	66,13	107,45	-38,5%	13,3	17,0	8,0	8,8
Energetyka						+8,0%	8,0	6,7	5,4	4,9
CEZ	akumuluj	2017-06-27	399,00	453,01 CZK	398,10	+13,8%	11,6	13,2	6,7	6,6
ENEA	trzymaj	2017-06-27	13,14	12,60	15,25	-17,4%	7,2	6,7	5,4	4,6
ENERGA	akumuluj	2017-07-21	11,65	13,20	12,94	+2,0%	8,4	8,5	5,3	5,1
PGE	akumuluj	2017-08-02	13,29	14,46	13,29	+8,8%	8,0	6,7	5,4	4,6
TAURON	trzymaj	2017-06-27	3,65	3,67	3,85	-4,7%	4,4	5,0	4,4	4,9
Telekomunikacja, Media, IT						-2,0%	20,3	16,9	7,4	7,2
NETIA	akumuluj	2017-01-27	4,58	4,90	3,92	+25,0%	-	-	4,1	4,5
ORANGE POLSKA	kupuj	2017-06-30	5,15	7,10	5,59	+27,0%	95,5	43,7	4,7	4,7
AGORA	kupuj	2017-07-25	15,28	18,80	15,60	+20,5%	-	-	7,1	7,1
CYFROWY POLSAT	redukuj	2017-01-27	24,65	22,30	26,04	-14,4%	17,8	14,9	7,6	7,3
WIRTUALNA POLSKA	akumuluj	2017-01-27	56,60	61,00	52,50	+16,2%	20,1	16,4	11,4	9,6
ASSECO POLAND	redukuj	2017-07-20	47,23	44,80	45,25	-1,0%	13,8	13,3	7,0	6,4
CD PROJEKT	sprzedaj	2017-01-26	59,63	43,40	87,20	-50,2%	57,3	56,9	42,8	42,3
COMARCH	trzymaj	2017-06-02	223,00	205,00	203,65	+0,7%	20,5	17,4	8,7	8,0
Przemysł, Metale						+10,4%	15,8	12,5	10,2	7,2
FAMUR	kupuj	2017-07-20	5,84	6,95	5,90	+17,8%	27,2	18,2	11,0	7,2
KERNEL	akumuluj	2017-06-02	68,33	73,90	62,87	+17,5%	5,3	5,8	4,1	3,9
KĘTY	trzymaj	2017-01-27	416,80	387,90	418,15	-7,2%	15,8	16,1	10,9	10,2
KGHM	akumuluj	2017-08-02	121,00	132,22	121,00	+9,3%	7,2	8,0	4,7	4,7
STELMET	kupuj	2017-07-17	22,51	30,50	22,00	+38,6%	16,6	12,5	10,2	7,7
Budownictwo						+20,8%	11,4	11,5	6,1	6,5
BUDIMEX	kupuj	2017-07-24	229,50	267,00	220,00	+21,4%	14,0	15,7	6,8	8,2
ELEKTROBUDOWA	kupuj	2017-05-08	120,55	146,00	108,95	+34,0%	10,6	11,2	5,4	5,4
ERBUD	akumuluj	2017-06-02	31,50	33,50	29,00	+15,5%	11,7	11,4	4,8	4,6
UNIBEP	akumuluj	2017-03-01	12,59	12,80	13,15	-2,7%	11,1	11,5	7,5	7,6
Deweloperzy						+12,1%	9,8	8,2	9,7	8,8
ATAL	akumuluj	2017-06-02	40,00	44,10	39,00	+13,1%	8,4	8,3	7,5	7,4
CAPITAL PARK	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	6,05	+33,7%	43,1	7,9	119,6	13,8
DOM DEVELOPMENT	akumuluj	2017-06-02	76,10	81,70	78,20	+4,5%	10,8	9,3	8,7	7,5
ECHO	akumuluj	2017-07-03	6,26	6,64	5,43	+22,3%	10,0	8,0	11,9	10,1
GTC	trzymaj	2017-08-02	9,62	9,59	9,62	-0,3%	8,5	12,4	10,7	15,0
ROBYG	kupuj	2017-05-12	3,21	4,35	3,33	+30,6%	9,7	6,0	7,4	4,9
Handel						+2,1%	28,2	20,6	12,0	10,3
AMREST	akumuluj	2017-01-27	347,00	367,00	369,45	-0,7%	31,7	23,5	12,4	9,8
CCC	trzymaj	2017-03-01	225,50	219,00	250,70	-12,6%	25,2	20,5	17,6	14,5
EUROCASH	kupuj	2017-01-27	39,90	45,47	35,22	+29,1%	19,3	14,7	9,2	7,3
JERONIMO MARTINS	trzymaj	2017-05-08	17,09	16,90 EUR	16,82	+0,5%	23,0	20,8	11,7	10,8
LPP	akumuluj	2017-06-20	6 700	7 400	7 100	+4,2%	31,3	20,8	15,3	11,4
TXM	kupuj	2017-06-08	4,00	6,25	2,86	+118,5%	31,1	6,1	8,2	3,5
Inne										
PBKM	akumuluj	2017-04-05	60,50	70,00	54,99	+27,3%	9,4	7,8	6,4	5,4
WORK SERVICE	zawieszona	2016-12-06	10,17	-	7,90	-	-	-	-	-

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						12,5	10,7	8,1	6,9
ALUMETAL	równoważ	2017-07-31	46,99	46,00	-2,1%	11,5	8,5	8,3	6,4
AMICA	równoważ	2016-06-16	186,00	163,00	-12,4%	11,1	9,8	6,8	6,2
APATOR	równoważ	2017-07-31	31,29	31,40	+0,4%	13,7	12,4	8,7	8,0
BORYSZEW	niedoważaj	2017-01-27	11,20	10,85	-3,1%	13,4	12,9	8,8	8,3
ELEMENTAL	przeważaj	2017-01-27	3,81	3,17	-16,8%	9,7	8,5	7,9	6,8
ERGIS	przeważaj	2016-09-28	5,75	6,24	+8,5%	9,0	9,0	5,9	5,6
FORTE	równoważ	2016-07-20	64,97	65,30	+0,5%	14,4	13,1	11,4	10,4
KRUSZWICA	równoważ	2017-03-29	63,50	70,99	+11,8%	20,9	15,6	11,2	8,8
MANGATA	równoważ	2016-10-26	112,55	113,30	+0,7%	13,7	11,6	8,0	7,0
PFLEIDERER GROUP	przeważaj	2016-02-03	23,00	45,50	+97,8%	62,3	50,0	20,3	19,3
TARCZYŃSKI	równoważ	2017-05-31	11,20	10,70	-4,5%	9,5	9,1	5,4	5,1
VISTAL	równoważ	2017-01-27	9,00	6,17	-31,4%	7,4	4,9	7,7	6,4
Budownictwo						15,9	10,8	7,4	5,4
ELEKTROTIM	niedoważaj	2017-03-06	15,07	12,90	-14,4%	13,6	16,7	8,1	9,6
HERKULES	przeważaj	2017-06-02	4,17	3,93	-5,8%	11,5	9,9	6,2	5,7
TORPOL	przeważaj	2016-09-12	10,68	13,35	+25,0%	33,2	11,3	9,5	5,5
TRAKCJA	przeważaj	2016-09-12	11,80	13,40	+13,6%	11,7	8,1	6,7	5,0
ULMA	równoważ	2016-12-12	63,50	74,00	+16,5%	18,3	12,4	4,2	3,5
ZUE	przeważaj	2017-04-12	12,35	9,39	-24,0%	67,5	10,2	14,0	5,4
Deweloperzy						8,7	6,9	11,5	7,6
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	0,83	+13,7%	-	9,6	75,5	7,6
JWC	równoważ	2016-11-09	4,50	4,75	+5,6%	6,9	5,7	6,9	5,7
LC CORP	przeważaj	2014-03-06	1,67	1,96	+17,4%	6,8	4,0	12,5	6,4
LOKUM DEWELOPER	przeważaj	2016-10-28	13,32	17,49	+31,3%	7,9	6,5	7,3	5,7
PA NOVA	równoważ	2016-09-12	25,89	24,79	-4,2%	8,6	9,6	11,3	12,2
POLNORD	niedoważaj	2017-05-16	10,00	10,25	+2,5%	15,4	14,3	47,4	26,7
RONSON	niedoważaj	2017-03-06	1,80	1,75	-2,8%	18,8	18,3	19,9	18,7
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
Agora	kupuj	akumuluj	18,80	2017-07-25
Alumetal	równoważ	przeważaj	-	2017-07-31
Apator	równoważ	przeważaj	-	2017-07-31
Asseco Poland	redukuj	redukuj	44,80	2017-07-20
Budimex	kupuj	trzymaj	267,00	2017-07-24
Echo	akumuluj	kupuj	6,64	2017-07-03
Energa	akumuluj	trzymaj	13,20	2017-07-21
Famur	kupuj	zawieszona	6,95	2017-07-20
Grupa Azoty	kupuj	akumuluj	74,30	2017-07-03
KGHM	kupuj	akumuluj	132,22	2017-07-03
Pekao	akumuluj	akumuluj	145,42	2017-07-18
PZU	kupuj	kupuj	51,83	2017-07-18
Stelmet	kupuj	akumuluj	30,50	2017-07-17

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Grupa Azoty	trzymaj	kupuj	74,30	2017-08-02
GTC	trzymaj	akumuluj	9,59	2017-08-02
KGHM	akumuluj	kupuj	132,22	2017-08-02
PGE	akumuluj	kupuj	14,46	2017-08-02
PGNiG	akumuluj	kupuj	7,25	2017-08-02

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	6	7,1%	3	7,7%
redukuj	5	5,9%	3	7,7%
niedoważaj	4	4,7%	2	5,1%
trzymaj	10	11,8%	3	7,7%
równoważ	13	15,3%	3	7,7%
akumuluj	21	24,7%	13	33,3%
kupuj	16	18,8%	9	23,1%
przeważaj	10	11,8%	3	7,7%

Finanse

Alior Bank										kupuj	
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		63,73 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)		8 237,6	
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		3,2%	
P/E	14,8	10,4		20,3		9,5		Zmiana ceny: 6m		5,0%	
P/BV	1,3	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m		25,9%	
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 Michał Chyczewski podtrzymał, że nowo ogłoszona strategia Alior Banku będzie nadal kontynuowana, a Zarząd banku będzie skoncentrowany na jak najszybszym osiągnięciu kluczowych wskaźników: ROE ~14%, C/I <40% oraz NIM ~4,5%. Prezes podtrzymał także oczekiwane synergije kosztowe z fuzji z bankiem BPH. Nowy Prezes podkreślił także, że 3 z 5 członków Zarządu banku tworzyło go od podstaw, co jest gwarantem sposobu zarządzania i realizacji strategii. Ponadto uważamy, że brak planowanej dywidendy przez kolejne 2-3 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. W 2Q'17 oczekujemy dobrych wyników z zyskiem netto na poziomie 93,4 mln PLN.

BZ WBK										trzymaj									
Analitik: Michał Konarski				Cena bieżąca:		371,95 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)		36 796,6								
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		8,7%								
P/E		15,8	17,0		16,6		13,8		Zmiana ceny: 6m		7,0%								
P/BV		1,9	1,9		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m		31,4%								
DPS		0,0	22,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)		281,3								
DYield (%)		0,0	6,1		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		380,1								

*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 wynikami w 2Q'17, a w szczególności odbiciem marży odsetkowej (+13 p.b. Q/Q) oraz niskim kosztem ryzyka (65 p.b. bez

sprzedaży wierzytelności). Uważamy, że wyniki za 1H'17 przełożą się na podwyżkę konsensusu dla banku. Ponadto uważamy, że wysoka rentowność banku pozwoli na zminimalizowanie ewentualnych skutków rozwiązań CHF. Z drugiej strony uważamy, że pomimo zapewnień Zarządu bank nie wypłaci dywidendy w 2018 roku ze względu na presję regulacyjną.

Getin Noble Bank trzymaj								
Analitik: Michał Konarski			Cena bieżąca: 1,40 PLN Cena docelowa: 2,14 PLN			Data ostatniej aktualizacji: 2017-03-01		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Wynik odsetkowy	1 195,7	1 316,7	10,1%	1 365,2	3,7%	1 530,2	12,1%	Liczba akcji (mln)
Marża odsetkowa	1,7%	1,9%		2,0%		2,3%		MC (cena bieżąca)
WNDB	1 662,0	1 537,2	-7,5%	1 570,5	2,2%	1 774,0	13,0%	Free float
Wynik operacyjny*	469,0	678,2	44,6%	713,2	5,2%	909,9	27,6%	
Zysk brutto	73,0	15,6	-78,7%	240,9	1448,0%	458,6	90,4%	
Zysk netto	44,2	-42,3		192,1		368,4	91,8%	
ROE	0,9%			3,6%		6,4%		Zmiana ceny: 1m
P/E	84,0			7,4		3,9		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,2	0,2		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Getin Noble Banku. Oczekujemy, że wyższe wymogi kapitałowe zmuszą bank do większej 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. Naszym zdaniem, wyniki za 2Q'17 nie wykażą znaczącej poprawy. Z jednej strony oczekujemy, że GNB zanotuje zysk jednorazowy w wysokości 100 mln PLN (brutto), a z drugiej oczekujemy zysku netto na poziomie 21,5 mln PLN co

oznacza, że podstawowy biznes nadal generuje stratę. Dodatkowo, sentyment do GNB w 3Q'17 będzie uzależniony od prac sejmowej komisji finansów nad ustawą spreadową, która na chwilę obecną kosztuje sektor 9 mld PLN oraz od ustawy prezydenckiej mającej za zadanie zmusić banki do przewalutowania ekspozycji. Ustawy te w obecnym wymiarze spowodują brak kapitału co przełoży się na dalsze odlewarowanie banku. Pomimo bardzo atrakcyjnej wyceny widzimy przeważające ryzyko związane z kapitałem.

Handlowy akumuluj								
Analitik: Michał Konarski			Cena bieżąca: 71,40 PLN Cena docelowa: 85,00 PLN			Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Wynik odsetkowy	976,6	1 003,6	2,8%	1 035,3	3,2%	1 240,7	19,8%	Liczba akcji (mln)
Marża odsetkowa	2,0%	2,1%		2,3%		2,6%		MC (cena bieżąca)
WNDB	2 051,8	2 081,6	1,5%	2 062,9	-0,9%	2 289,9	11,0%	Free float
Wynik operacyjny*	773,5	879,4	13,7%	845,7	-3,8%	1 043,7	23,4%	
Zysk brutto	790,8	833,6	5,4%	786,7	-5,6%	978,8	24,4%	
Zysk netto	626,4	601,6	-4,0%	554,2	-7,9%	705,5	27,3%	
ROE	8,8%	8,8%		8,1%		10,1%		Zmiana ceny: 1m
P/E	14,9	15,5		16,8		13,2		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,4	1,4		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m
DPS	7,4	4,7		4,6		4,2		Min (52 tyg.)
DYield (%)	10,4	6,6		6,4		5,9		Max (52 tyg.)

*przed kosztami rezerw

Oczekujemy, że po bardzo słabych wynikach za 1Q'17 Bank Handlowy w 2Q'17 odnotuje znaczącą poprawę. Zakładając powtarzalność wyniku z 2Q'17 w 3Q i 4Q'17 konsensus prognoz jest obecnie za wysoki jedynie o 5%. Niemniej jednak różnica ta jest możliwa do zniwelowania poprzez wzrost wolumenów i biznesu banku. 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 wag ryzyka dla banków z ekspozycją na CHF oraz wprowadzeniem programu dobrowolnego programu przewalutowania kredytów sentyment do banków bez CHF i z silną pozycją kapitałową będzie znacznie lepszy szczególnie biorąc pod uwagę dynamicznie rozwijającą się gospodarkę.

ING BSK
redukuj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:		199,00 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)	25 889,9
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	9,1%
P/E	23,0	20,7		17,7		15,7		Zmiana ceny: 6m	19,2%
P/BV	2,4	2,5		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	54,3%
DPS	4,0	4,3		0,0		2,8		Min (52 tyg.)	134,5
DYield (%)	2,0	2,2		0,0		1,4		Max (52 tyg.)	199,0

*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. 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 Komercni Banka ze względu na słabszą pozycję kapitałową, a co za tym idzie możliwości dywidendowe.

Millennium
sprzedaj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:		7,66 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)	9 292,5
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	2,8%
P/E	17,0	13,3		14,7		12,9		Zmiana ceny: 6m	30,1%
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	64,0%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	5,1
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	7,7

*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. Ponadto uważamy, że dobre wyniki w 2Q'17 nie usprawiedliwiają premii do wartości księgowej banku. Oczekujemy, że Bank

Millennium nie wypłaci dywidendy przez co najmniej kolejne dwa lata. Wzrastający kapitał przełoży się negatywnie na wskaźnik ROE banku, które spadnie według naszych szacunków z 10,5% w 2016 do 8,4% w 2017 r. Ponadto gromadzona nadwyżka kapitałowa może zostać skonsumowana przez ewentualną ustawę CHF, która zmusi banki do dobrowolnego przewalutowania kredytów CHF.

Pekao								akumuluj
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		127,35 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-07-18
		Cena docelowa:		145,42 PLN				
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Wynik odsetkowy	4 166,6	4 382,0	5,2%	4 623,4	5,5%	5 116,0	10,7%	Liczba akcji (mln)
Marża odsetkowa	2,5%	2,6%		2,6%		2,7%		MC (cena bieżąca)
WNDB	6 993,5	7 301,8	4,4%	7 100,0	-2,8%	7 779,1	9,6%	Free float
Wynik operacyjny*	3 235,5	3 808,1	17,7%	3 614,1	-5,1%	4 242,9	17,4%	
Zysk brutto	2 831,1	3 346,1	18,2%	3 129,6	-6,5%	3 741,8	19,6%	
Zysk netto	2 292,5	2 279,3	-0,6%	2 007,6	-11,9%	2 453,8	22,2%	
ROE	9,7%	9,8%		8,8%		10,5%		Zmiana ceny: 1m
P/E	14,6	14,7		16,6		13,6		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,4	1,5		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m
DPS	10,0	8,7		8,7		6,9		Min (52 tyg.)
DYield (%)	7,9	6,8		6,8		5,4		Max (52 tyg.)

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla Banku Pekao. Uważamy, że zmiany w zarządzie oraz u głównego akcjonariusza były główną przyczyną osłabienia sentymentu do akcji banku. Spełnienie zapowiedzi nowego zarządu odnośnie kontynuacji polityki dywidendowej oraz niskiego profilu ryzyka powinno odbudować zaufanie i przełożyć się na przynajmniej częściowe odzyskanie premii do rynku, szczególnie w świetle nadchodzących regulacji dla banków z ekspozycją na CHF. Na 12M wskaźniku forward P/E Bank Pekao notowany jest z 5%

dyskontem do PKO BP wobec 26% premii historycznej. Uważamy, że taka sytuacja jest nieuzasadniona przede wszystkim ze względu na lepszy profil ryzyka Pekao oraz możliwości dywidendowe, których w PKO BP praktycznie nie ma. Obecna przecenę postrzegamy jako okazję inwestycyjną. Jednocześnie oczekujemy, że wyniki za 2Q'17 nie zachwycą, chociaż w całym roku konsensus dla Pekao powinien wzrosnąć ze względu na zysk jednorazowy z transakcji Pioneer (+400 mln PLN netto).

PKO BP								redukuj
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		37,28 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)
Marża odsetkowa	2,7%	2,8%		2,9%		3,1%		MC (cena bieżąca)
WNDB	10 961,9	12 120,7	10,6%	12 656,8	4,4%	13 668,3	8,0%	Free float
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
P/E	17,9	16,2		15,9		14,0		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację 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. Ponadto uważamy, że obecne ambitne prognozy rynku dla zysku netto PKO

BP mogą ulec negatywnej korekcie ze względu na coraz niższe niż początkowo zakładano planowane podwyżki stóp procentowych w 2018 roku, ze względu na ustawę spreadową oraz ustawę zmuszającą sektor do przewalutowania kredytów CHF. Uważamy, że rekomendacje KSF i polityka RPP spowodują, że obecna strategia banku pozostanie poza zasięgiem.

Komerční Banka
akumuluj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		959,00 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)	181 112,8
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	4,7%
P/E	14,2	13,2		14,2		12,8		Zmiana ceny: 6m	7,6%
P/BV	1,8	1,8		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	-2,3%
DPS	62,0	62,0		40,0		41,0		Min (52 tyg.)	818,0
DYield (%)	6,5	6,5		4,2		4,3		Max (52 tyg.)	983,0

*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, które mogą nastąpić już w sierpniu. 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. Ponadto 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:		35,47 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)		15 242,9	
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		5,8%	
P/E	15,7	12,1		12,3		11,0		Zmiana ceny: 6m		22,3%	
P/BV	1,4	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m		54,0%	
DPS	0,0	0,5		1,0		0,9		Min (52 tyg.)		22,5	
DYield (%)	0,0	1,4		2,8		2,6		Max (52 tyg.)		35,7	

*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. Uważamy, że wyniki w 2Q'17 nie będą stanowiły przesłanki do podwyżki konsensusu. W kolejnych latach Erste Bank oczekuje wzrostu marży odsetkowej związanej ze środowiskiem

wyższych stóp procentowych oraz z niższymi kosztami operacyjnymi (C/I docelowo na poziomie 55%). Uważamy, że rynek może zostać zaskoczony przez wzrost wolumenów w 2017 roku oraz rychłą podwyżkę stóp procentowych w Czechach (już w sierpniu), 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	
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		9 580,00 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)	2 558,2		
WNDB	759,1	738,4	-2,7%	756,7	2,5%	780,1	3,1%	Free float	100,0%		
Wynik operacyjny*	366,8	338,0	-7,8%	351,7	4,0%	373,9	6,3%				
Zysk brutto	146,1	244,8	67,6%	253,8	3,7%	275,9	8,7%				
Zysk netto	63,6	202,2	218,0%	212,9	5,3%	232,3	9,1%				
ROE	5,1%	15,3%		14,3%		14,2%		Zmiana ceny: 1m	5,9%		
P/E	40,2	12,7		12,0		11,0		Zmiana ceny: 6m	8,1%		
P/BV	2,1	1,8		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	39,8%		
DPS	147,0	181,7		222,9		230,8		Min (52 tyg.)	6 510,0		
DYield (%)	1,5	1,9		2,3		2,4		Max (52 tyg.)	9 622,0		

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla OTP Banku. Oczekujemy dobrych wyników za 2Q'17 na poziomie 69,4 mld HUF, które mogą być dodatkowo wsparte przez rozpoznanie badwillu z akwizycji Splitska Banka w Chorwacji. Bank powinien pokazać w wynikach solidną poprawę wyniku odsetkowego oraz prowizyjnego, zaś koszt ryzyka powinien znaleźć się poniżej długoterminowej średniej dla OTP Banku.

Ponadto, OTP Bank zasługuje na premię do pozostałych banków w regionie ze względu na najlepsze ROE w sektorze (14%) oraz konserwatywny bilans (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).

PZU									
kupuj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		44,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2017-07-18	
		Cena docelowa:		51,83 PLN					
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Składka brutto:	18 359,0	20 219,0	10,1%	21 265,7	5,2%	21 813,1	2,6%	Liczba akcji (mln)	863,5
majątkowa	10 713,3	12 400,0	15,7%	13 360,4	7,7%	13 769,2	3,1%	MC (cena bieżąca)	37 995,0
życiowa	7 922,9	7 949,0	0,3%	7 949,0	0,0%	8 022,2	0,9%	Free float	64,8%
Wynik techniczny	19 366,9	20 117,0	3,9%	21 761,4	8,2%	22 506,7	3,4%		
Zysk brutto	2 943,7	3 031,0	3,0%	4 786,9	57,9%	7 438,3	55,4%		
Zysk netto	2 342,2	1 963,4	-16,2%	2 668,2	35,9%	3 265,6	22,4%		
ROE	18,0%	15,1%		16,7%		16,7%		Zmiana ceny: 1m	-1,3%
P/E	16,2	19,4		14,2		11,6		Zmiana ceny: 6m	24,3%
P/BV	2,9	2,9		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	53,9%
DPS	3,0	2,1		1,4		2,5		Min (52 tyg.)	24,4
DYield (%)	6,8	4,7		3,2		5,6		Max (52 tyg.)	46,8

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla PZU (cena docelowa na poziomie 51,83 PLN/akcję). Od początku roku kurs akcji PZU wzrósł o 32%. Pozytywny sentyment odzwierciedla akwizycję pakietu akcji w Banku Pekao oraz bardzo dobre wyniki w 1Q'17. Oczekujemy, że po słabym 2016 roku dynamika wyników znacząco przyspieszy w 2017 (pomimo kwartalnego spadku wyniku w 2Q'17), a następnie ulegnie normalizacji przez kolejne dwa lata. Uważamy,

że poprawiające się wyniki grupy PZU znajdą także odzwierciedlenie we wskaźniku DYield, który oczekujemy że wzrośnie do 6-7% w latach 2018-19 przy 80% wskaźniku wypłaty. Ze względu na ponadprzeciętne ROE, dywidendę oraz brak istotnego ryzyka operacyjnego, PZU przedstawia się nadal jako atrakcyjna alternatywa dla sektora bankowego, który w znaczący sposób będzie w przyszłości penalizowany za swoją ekspozycję na kredyty CHF.

Kruk

sprzedaj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:		348,00 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)	6 402,5
Inkaso	29,8	32,2	8,0%	31,3	-2,7%	31,8	1,4%	Free float	87,0%
Marża pośrednia	357,9	476,6	33,1%	532,9	11,8%	625,6	17,4%		
Zysk brutto	209,8	286,3	36,5%	303,1	5,8%	359,7	18,7%		
Zysk netto	204,3	248,7	21,7%	278,8	12,1%	316,5	13,5%		
ROE	29,8%	24,6%		21,1%		21,0%		Zmiana ceny: 1m	13,0%
P/E	29,2	25,7		23,0		20,2		Zmiana ceny: 6m	43,5%
P/BV	7,7	5,2		4,5		4,0		Zmiana ceny: 12m	64,9%
DPS	1,5	1,9		3,9		6,1		Min (52 tyg.)	194,8
DYield (%)	0,4	0,6		1,1		1,7		Max (52 tyg.)	348,0

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: 32,69 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)	389,3
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	-8,7%
P/E	10,1	10,7		9,5		8,6		Zmiana ceny: 6m	-5,0%
P/BV	0,8	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	0,6%
DPS	5,3	5,5		3,2		3,5		Min (52 tyg.)	29,0
DYield (%)	16,1	16,8		9,7		10,6		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 12,2 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. Wyniki za 2Q'17 powinny umożliwić Zarządowi na uruchomienie programu motywacyjnego, który był jeszcze niedawno poza zasięgiem spółki. Ponadto, nadchodzące wyniki powinny pokazać większą motywację spółki do poprawy rentowności, a nie wolumenów

sprzedażowych, co naszym zdaniem w spółce dywidendowej jest pozytywne. Według wcześniejszych zapowiedzi zarządu, różnica pomiędzy zyskiem jednostkowym a skonsolidowanym (8 mln PLN lub 0,7 PLN na akcję) w 2016 roku ma zostać wypłacona wraz z dywidendą w 2018 roku. Oznacza to, że dywidenda w 2018 roku mogłaby wynieść nawet 4,2 PLN na akcję co przekłada się na DY w wysokości 13%. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla spółki, a obecną wycenę rynkową traktujemy jako okazję inwestycyjną.

Skarbiec Holding

kupuj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 30,00 PLN

Cena docelowa: 46,28 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27

(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)	204,7
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	1,8%
P/E	15,8	8,8		7,5		6,6		Zmiana ceny: 6m	-5,3%
P/BV	2,3	2,3		2,2		2,2		Zmiana ceny: 12m	7,3%
DPS	3,1	3,4		3,7		4,3		Min (52 tyg.)	26,5
DYield (%)	10,4	11,2		12,3		14,3		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 oraz innych zarządzających. 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 nowymi zarządzającymi (m.in. Pani Ewa

Radkowska-Świętoń z NN PTE). Oczekujemy, że sentyment do Skarbca powinien się także poprawiać dzięki bardzo dobrym wynikom osiągniętym w 1Q'17 i 2Q'17. Oczekujemy, że Skarbiec Holding zanotuje znowu znaczącą opłatę zmienną oraz dalszy wzrost opłaty stałej. Opłata zmienna zaksięgowana w 1H'17 pozwoli na wypłatę wysokiej dywidendy (DY >12%) w 2018 roku.

Chemia

Ciech										kupuj	
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		59,14 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)	3 116,7		
marża EBITDA	21,6%	25,6%		20,9%		17,9%		EV (cena bieżąca)	4 147,8		
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	9,1	5,3		8,7		11,2		Zmiana ceny: 1m	-3,1%		
P/BV	2,3	1,8		1,6		1,6		Zmiana ceny: 6m	-17,2%		
EV/EBITDA	6,3	4,8		5,4		6,1		Zmiana ceny: 12m	1,1%		
DPS	0,00	2,85		0,00		3,73		Min (52 tyg.)	54,5		
DYield (%)	0,0	4,8		0,0		6,3		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. W ostatnich miesiącu chęć podwyżek cen sody na rynku amerykańskim o 6 USD/t zapowiedziały Ciner i Tronox. Na początku roku nadal obserwujemy spadek eksportu sody z Chin (YTD -24% 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, cen koksu oraz substytucji koksu antracytem (wyniki 24 sierpnia; oczekujemy spadku oczyszczonej EBITDA o 14% r/r – efekt wysokiej bazy). W krótkim terminie producenci sody mogą stać się beneficjentem wzmożonych ruchów akwizycyjnych w USA (aktywami Tronox zainteresowany jest indyjski producent Norma). Dynamiczny spadek cen kursu w ostatnich miesiącach wykorzystywalibyśmy do kupna akcji Grupy Ciech. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Grupa Azoty									trzymaj		
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		72,08 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-08-02	
		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)		7 150,0	
marża EBITDA	13,0%	11,1%		12,4%		12,3%		EV (cena bieżąca)		8 539,9	
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	11,8	20,8		14,5		15,6		Zmiana ceny: 1m		13,9%	
P/BV	1,1	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 6m		1,8%	
EV/EBITDA	6,0	8,0		7,1		6,9		Zmiana ceny: 12m		-3,4%	
DPS	0,00	0,84		0,79		1,00		Max (52 tyg.)		51,8	
DYield (%)	0,0	1,2		1,1		1,4		Min (52 tyg.)		74,5	

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 56% r/r (publikacja wyników 24 sierpnia), 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 wzrostem kursu akcji w ostatnim miesiącu obniżamy naszą rekomendację z kupuj do trzymaj dla akcji Grupy Azoty.

Polwax		kupuj						
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		13,79 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		25,95 PLN		2017-01-13		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	280,7	294,6	5,0%	310,8	5,5%	314,2	1,1%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	34,2	31,0	-9,5%	35,7	15,1%	36,0	1,1%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	12,2%	10,5%		11,5%		11,5%		EV (cena bieżąca)
EBIT	30,0	26,4	-12,0%	31,0	17,5%	31,3	1,0%	Free float
Zysk netto	23,8	20,9	-12,4%	24,5	17,2%	24,0	-1,9%	
P/E	5,9	6,8		5,8		5,9		Zmiana ceny: 1m
P/BV	1,8	1,6		1,3		1,1		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	5,0	5,4		5,1		6,0		Zmiana ceny: 12m
DPS	1,22	1,06		0,68		0,48		Min (52 tyg.)
DYield (%)	8,8	7,7		5,0		3,4		Max (52 tyg.)

Spadki cen ropy w czerwcu 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. Po podwyżce marcowej, już w kwietniu Polwax był zmuszony do korekty cenników, co w naszej opinii będzie miało przełożenie na marżę brutto

w 2Q'17. Stąd prognozujemy spadek EBITDA w ujęciu r/r o 5%, a wykonanie naszej dotychczasowej prognozy po półroczu wyniesie tylko 33% vs. 39% o tej samej porze rok temu. Wszystko wskazuje więc na to, że zrealizowanie 35 mln PLN EBITDA w tym roku może być trudne jeśli ceny ropy szybko nie wrócą w okolice 60 USD/Bbl. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, ale wkrótce zaktualizujemy nasze roczne prognozy wyników (kwestia słabszego 1H'17) i FCF w kontekście wyższego budżetu na projekt Future.

Synthos		sprzedaj						
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		4,44 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		3,72 PLN		2017-01-17		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	4 058,0	4 755,0	17,2%	6 797,3	43,0%	7 251,6	6,7%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	617,0	662,0	7,3%	930,9	40,6%	789,0	-15,2%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	15,2%	13,9%		13,7%		10,9%		EV (cena bieżąca)
EBIT	450,0	451,0	0,2%	656,6	45,6%	516,2	-21,4%	Free float
Zysk netto	426,0	278,0	-34,7%	480,5	72,8%	365,2	-24,0%	
P/E	13,8	21,1		12,2		16,1		Zmiana ceny: 1m
P/BV	2,6	3,0		2,6		2,6		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	10,6	11,1		8,7		10,4		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,25	0,53		0,50		0,25		Min (52 tyg.)
DYield (%)	5,6	11,9		11,3		5,7		Max (52 tyg.)

W związku z wysokimi zapasami w Chinach import kauczuków naturalnych do tego kraju spadał w ostatnich trzech miesiącach z dynamiką 10-23% r/r. Import kauczuków syntetycznych do Chin w 2Q'17 wyraźnie spowolnił, co wynika z wysokich stanów magazynowych surowca w Azji. Monitorowane zapasy kauczuków na giełdzie w Szanghaju doszły do rekordowego poziomu 383 tys. ton. 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. Naszym zdaniem po wynikach za 2Q'17 (publikacja 29 sierpnia) rynek może zacząć spekulować, że długoterminowo Synthos jest w stanie generować średnio kwartalną EBITDA na poziomie 200 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj dla Grupy Synthos.

Paliwa

Lotos sprzedaj								
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 50,32 PLN		Cena docelowa: 36,27 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-03-01		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	22 709,4	20 931,0	-7,8%	25 999,2	24,2%	31 967,6	23,0%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	1 138,0	2 922,6	156,8%	1 893,7	-35,2%	2 493,8	31,7%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	5,0%	14,0%		7,3%		7,8%		EV (cena bieżąca)
EBIT	423,4	1 854,7	338,0%	890,9	-52,0%	1 496,7	68,0%	Free float
Zysk netto	-263,3	1 015,2		589,8	-41,9%	755,4	28,1%	
P/E		9,2		15,8		12,3		Zmiana ceny: 1m
P/BV	1,2	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	13,2	4,8		7,9		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 trzeci miesiąc z rzędu zachowywał się gorzej od szerokiego rynku, negatywnie odstawał również od Orlenu. Częściowo uzasadniając to spadki cen ropy z czerwca i początku lipca, których pozytywny wpływ na obszar rafineryjny jest neutralizowany częściowo przez gorsze rezultaty segmentu wydobywczego. Podobnie jak w przypadku Orlenu zastanawiająca jest widoczna w ostatnich 2 tygodniach dywergencja kursu Spółki i benchmarku rafineryjnego wyrażonego w PLN/Bbl. Wysokie marże przerobowe były co prawda pochodną niższych cen ropy i obecnie ten efekt jest już odwracany, ale nadal oscylujemy wokół 7 USD/Bbl. Utrzymujemy nasze średnioterminowe założenie pogorszenia warunków

makro w sektorze rafineryjnym, aczkolwiek dotychczasowe odczyty wskazują na konieczność istotnej rewizji w górę naszych tegorocznych prognoz. Wycena rynkowa dyskontuje już jednak nie tylko rekordowe wyniki 2017, ale ich utrzymanie na tym poziomie w długim terminie (EBITDA LIFO na poziomie 3 mld PLN, co dotychczas nie było osiągalne dla Spółki). Zwracamy uwagę, 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								
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 22 255 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		8,7		13,3		11,3		Zmiana ceny: 1m
P/BV	1,6	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	4,8	5,1		5,5		5,0		Zmiana ceny: 12m
DPS	485,49	536,96		563,81		592,00		Min (52 tyg.)
DYield (%)	2,2	2,4		2,5		2,7		Max (52 tyg.)

Po relatywnie słabym czerwcu, w lipcu akcje MOL-a zachowywały się lepiej od polskich rafinerii i indeksu sektorowego. Węgierski koncern w przeciwieństwie do Orlenu i Lotosu zareagował pozytywnie na wzrost modelowej marży rafineryjnej, mimo iż niższe ceny ropy uderzają w rentowność segmentu wydobywczego. Na razie kurs pozostaje obojętny na osłabienie dolara (negatywne zarówno dla rafinerii jak i petrochemii, szczególnie w kontekście uruchomienia dużych mocy polietylenowych w 2H'17 w USA) i wyraźne pogorszenie dyferencjału Ural/Brent (relatywnie niższy udział ciężkich w frakcji w kluczowych rafineriach MOL-a sprawia, że nie jest to w pełni neutralizowane przez wycoskie cracki na HSFO).

Szacujemy, że wykonanie naszej rocznej prognozy CCS EBITDA po pierwszym półroczu sięgnie 65%, co oznacza konieczność rewizji naszych szacunków w górę, nawet przy utrzymanym założeniu systematycznego pogarszania się warunków makro, zarówno w rafinerii jak i petrochemii. 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, utrzymujemy naszą rekomendację redukuj.

PGNiG		akumuluj									
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		6,75 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-08-02	
		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)	39 003,6		
marża EBITDA	16,7%	18,0%		19,9%		20,4%		EV (cena bieżąca)	37 945,2		
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	18,7	16,6		12,7		10,3		Zmiana ceny: 1m	6,8%		
P/BV	1,3	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 6m	21,6%		
EV/EBITDA	6,6	6,6		5,3		4,5		Zmiana ceny: 12m	26,6%		
DPS	0,20	0,18		0,24		0,32		Min (52 tyg.)	4,6		
DYield (%)	3,0	2,7		3,6		4,7		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. Tegoroczny konsensus po ostatnich podwyżkach (+0,6 mld PLN) zdaje się już jednak uwzględniać ten scenariusz, a część nowych prognoz jest już naszym zdaniem zbyt optymistyczna (niektóre wskazują na EBITDA powyżej 7,5 mld PLN). Niemniej jednak nadal dostrzegamy potencjał wzrostowy na akcjach PGNiG, głównie z uwagi na zbliżającą się liberalizację 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 (widoczny w tym

roku wzrost spreadu transgranicznego). Istotnym katalizatorem może być również oczekiwana decyzja inwestycyjna w zakresie Baltic Pipe, uwarunkowana rezerwacją odpowiedniej mocy przesyłowej w procedurze open season (faza wstępna zakończona pozytywnie, wiążące oferty we wrześniu). 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. Po ostatnich wzrostach kursu obniżamy jednak rekomendację z kupuj do akumuluj.

PKN Orlen		sprzedaj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		107,45 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)	45 957,3
marża EBITDA	7,1%	12,1%		6,2%		5,2%		EV (cena bieżąca)	55 552,3
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	16,2	8,7		13,3		17,0		Zmiana ceny: 1m	-4,0%
P/BV	2,1	1,7		1,6		1,5		Zmiana ceny: 6m	31,5%
EV/EBITDA	8,8	5,4		8,0		8,8		Zmiana ceny: 12m	71,1%
DPS	1,65	2,00		2,40		2,88		Min (52 tyg.)	62,3
DYield (%)	1,5	1,9		2,2		2,7		Max (52 tyg.)	121,6

Akcje Orlenu pozostały obojętne w lipcu na niższe ceny ropy i mocny wzrost modelowej marży rafinerijnej w PLN/Bbl. Wydaje się, że to osłabienie sentymentu mogło mieć związek z zakończonym procesem zamykania oficjalnie raportowanej krótkiej pozycji (w szczycie sprzedane na krótko było 6% akcji) oraz realizacją zysków po wynikach za 2Q. Nie bez znaczenia może być również kwestia rezygnacji dotychczasowego CFO i nieobecność nowego członka Zarządu odpowiedzialnego za finanse na kwartalnej telekonferencji, co mogło zostać odebrane jako zmiana rangi komunikacji z rynkiem kapitałowym. W petrochemii obserwujemy już stopniową kompresję marż, co prawdopodobnie odzwierciedla 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, 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). Niemniej jednak wyższe odczyty kluczowych parametrów makro YTD wymuszają rewizję tegorocznych prognoz w górę. Wkrótce zaktualizujemy szacunki wyników i wycenę, ale utrzymujemy negatywną rekomendację.

Energetyka

CEZ										akumuluj		
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		398,10 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)		214 173,7		
marża EBITDA	31,1%	28,6%		27,5%		27,7%		EV (cena bieżąca)		376 089,5		
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		0,0%		
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 6m		-7,3%		
EV/EBITDA	5,4	6,2		6,7		6,6		Zmiana ceny: 12m		-11,2%		
DPS	39,61	39,64		33,00		30,81		Min (52 tyg.)		393,8		
DYield (%)	9,9	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 (+9% YTD) jak i WIG-Energia (+30% YTD). Głównym powodem słabszego sentymentu do Spółki jest zapewne 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, 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 (+8% w lipcu) 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:		15,25 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)	6 732,0
marża EBITDA	21,6%	20,7%		22,8%		24,9%		EV (cena bieżąca)	14 034,5
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		8,6		7,2		6,7		Zmiana ceny: 1m	14,1%
P/BV	0,6	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 6m	46,6%
EV/EBITDA	5,4	5,1		5,4		4,6		Zmiana ceny: 12m	41,1%
DPS	0,47	0,00		0,25		0,32		Min (52 tyg.)	8,4
DYield (%)	3,1	0,0		1,6		2,1		Max (52 tyg.)	15,3

Kurs Enei wzrósł YTD już o ponad 60%, 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 i w ostatnim raporcie analitycznym zamknęliśmy naszą nietrafioną negatywną rekomendację, podnosząc zalecenie do trzymaj. Po

ostatnich wzrostach ponownie kurs bieżący odchyła się istotnie od naszej ceny docelowej. Wykonanie naszych rocznych prognoz EBITDA wynosi po półroczu 54% i widzimy nieznaczny potencjał do rewizji naszych szacunków w górę. Przypominamy jednocześnie, iż prognozach na rok 2018 należy uwzględniać 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 Kozienicach. Ryzykiem dla Enei jest również ewentualne opóźnienie w procesie legislacyjnym ustawy o rynku mocy (kwestia kwalifikacji nowego bloku do koszyka nowych mocy).

Energia		akumuluj									
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		12,94 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-07-21	
		Cena docelowa:		13,20 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	10 804,0	10 181,0	-5,8%	10 568,5	3,8%	10 797,0	2,2%	Liczba akcji (mln)		414,1	
EBITDA	2 213,0	2 027,0	-8,4%	2 019,1	-0,4%	2 164,1	7,2%	MC (cena bieżąca)		5 358,0	
marża EBITDA	20,5%	19,9%		19,1%		20,0%		EV (cena bieżąca)		9 957,0	
EBIT	1 280,0	487,0	-62,0%	1 040,1	113,6%	1 178,3	13,3%	Free float		50,0%	
Zysk netto	832,0	151,0	-81,9%	725,0	380,2%	771,6	6,4%				
P/E	6,4	35,5		7,4		6,9		Zmiana ceny: 1m		23,6%	
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 6m		27,9%	
EV/EBITDA	4,2	5,0		4,9		4,6		Zmiana ceny: 12m		34,9%	
DPS	1,44	0,49		0,19		0,26		Min (52 tyg.)		7,0	
DYield (%)	11,1	3,8		1,5		2,0		Max (52 tyg.)		12,9	

Uchwalona nowelizacja ustawy o OZE zasadniczo zmienia sytuację Energii, jeśli chodzi o rentowność w segmencie obrotu. Wszystko wskazuje na to, że powiązanie opłaty zastępczej z cenami świadectw pochodzenia (max 125% notowań świadectw pochodzenia z poprzedniego roku rozliczeniowego, czyli przykładowo przy średnich cenach OZE VII'16-VI'17 na poziomie 38 PLN/MWh opłata mogłaby wynieść maksymalnie 47,5 PLN), pozwoli Spółce na urynnowienie kosztów kolorowania energii w kontraktach długoterminowych. Przypominamy, że Spółka wciąż znaczną część świadectw pochodzenia kupuje w oparciu o umowy długoterminowe po cenach powyżej 200 PLN/MWh. Na terenie Energii zlokalizowanych jest około 65% wszystkich farm wiatrowych, z których produkcja przekracza „obowiązkowe” Spółki. Nawet jeśli

założymy, że Energia tylko około 30% tych wolumenów odbiera po zawyżonych cenach, to roczna strata przy obecnych notowaniach na poziomie poniżej 30 PLN/MWh może sięgać 200-250 mln PLN (kalkulacje potwierdza odchylenie jednostkowej marży od średniej rynkowej). W połączeniu ze zniesieniem efektu sprzedawcy z urzędu (30-40 mln PLN z tytułu efektu ceny regulowanej i drugie tyle z braku kosztów bilansowania portfela związanego z korelacją wahań cen spotowych z produkcją energii z wiatru), oznacza to dodatnią dynamikę EBITDA w 2018 roku i znaczący wzrost FCF w kolejnych okresach oraz poprawę wskaźników bilansowych. W tym kontekście w ostatnim raporcie skorygowaliśmy nasze prognozy (średnie odchylenie od konsensusu na zysku netto 2017-19 wynosi teraz +14%) i wycenę do 13,20 PLN, podnosząc rekomendację do akumuluj.

PGE		akumuluj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		13,29 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2017-08-02	
		Cena docelowa:		14,46 PLN					
(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)	1 869,8
EBITDA	8 228,0	7 376,0	-10,4%	6 824,0	-7,5%	8 135,9	19,2%	MC (cena bieżąca)	24 849,4
marża EBITDA	28,8%	26,3%		30,5%		34,9%		EV (cena bieżąca)	36 904,3
EBIT	-3 589,0	3 512,0		4 135,6	17,8%	5 076,5	22,8%	Free float	38,1%
Zysk netto	-3 032,0	2 568,0		3 119,9	21,5%	3 716,8	19,1%		
P/E		9,7		8,0		6,7		Zmiana ceny: 1m	9,7%
P/BV	0,6	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 6m	21,5%
EV/EBITDA	3,3	4,0		5,4		4,6		Zmiana ceny: 12m	8,0%
DPS	0,78	0,25		0,00		0,00		Min (52 tyg.)	9,1
DYield (%)	5,9	1,9		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	13,3

Notowania PGE wzrosły YTD o 26%, ale nadal odstają in minus od indeksu branżowego. Tymczasem Spółka jest obecnie wyceniana najniższej 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 (wydłużenie postępowania UOKiK w tej sprawie to w naszej opinii

tylko formalność) oraz planowana konsolidacja komunalnego sektora ciepłowniczego w takim otoczeniu regulacyjnym mogą budować wartość dla akcjonariuszy PGE. W tym kontekście planowana na jesień 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% (dobre dane za półrocze uwiarygadniają nasze szacunki). Uwzględniając ostatnie wzrosty notowań obniżamy naszą rekomendację dla PGE do akumuluj z kupuj.

Tauron trzymaj								
Analitik: Kamil Kliszc		Cena bieżąca: 3,85 PLN		Cena docelowa: 3,67 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-06-27		
(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)
EBITDA	3 523,2	3 336,8	-5,3%	3 745,8	12,3%	3 633,9	-3,0%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	19,3%	18,9%		21,4%		20,2%		EV (cena bieżąca)
EBIT	-1 901,2	801,5		2 087,0	160,4%	1 970,7	-5,6%	Free float
Zysk netto	-1 807,4	367,5		1 528,4	315,9%	1 336,3	-12,6%	
P/E		18,4		4,4		5,0		Zmiana ceny: 1m
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,3		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	4,1	4,6		4,4		4,9		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,15	0,00		0,00		0,00		Min (52 tyg.)
DYield (%)	3,9	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

Akcje Tauronu w ujęciu YTD znajdują się w czołówce sektorowego indeksu za Eneą i Energa 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 w segmencie obrotu skala korekty może sięgnąć tylko około 5%. Wykonanie naszej prognozy rocznej EBITDA po półroczu wynosi 50%. 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. Ewentualnym katalizatorem mogłoby być ewentualne odroczenie reformy mechanizmu ORM od przyszłego roku (pojawiają się takie spekulacje). Teoretycznie jej wpływ netto na płatności do sektora miał być neutralny, ale Tauron ze swoją flotą jednostek typowo szczytowych mógłby odczuć to poprzez zmniejszenie przewidywalności przychodów (incydentalne wysokie płatności w okresach niedoboru mocy i niska średnia utylizacja mocy). Przy obecnym kursie akcji, utrzymujemy neutralną rekomendację.

Telekomunikacja, Media, IT

Netia		akumuluj									
Analitik: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		3,92 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		4,90 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 572,2	1 522,0	-3,2%	1 444,7	-5,1%	1 404,7	-2,8%	Liczba akcji (mln)		338,9	
EBITDA	449,0	426,4	-5,0%	390,4	-8,5%	370,5	-5,1%	MC (cena bieżąca)		1 328,7	
marża EBITDA	28,6%	28,0%		27,0%		26,4%		EV (cena bieżąca)		1 602,9	
EBIT	27,9	25,2	-9,6%	12,3	-51,2%	14,0	13,4%	Free float		100,0%	
Zysk netto	2,2	32,7	1376,1%	1,5	-95,3%	1,3	-14,6%				
P/E	616,8	40,7		867,4		1 015,6		Zmiana ceny: 1m		-5,1%	
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,8		Zmiana ceny: 6m		-13,7%	
EV/EBITDA	3,6	3,6		4,1		4,5		Zmiana ceny: 12m		-12,5%	
DPS	0,60	0,48		0,20		0,20		Min (52 tyg.)		3,9	
DYield (%)	15,3	12,1		5,1		5,1		Max (52 tyg.)		5,1	

W 2Q'17 spodziewamy się wyniku EBITDA niższego 16% R/R, co przekłada się na negatywny sentyment do spółki. Jednak 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 rzędu ok. 3%), jednak Spółka nie jest zalewarowana. Cenę docelową korygujemy o wypłaconą dywidendę.

Orange Polska		kupuj									
Analitik: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		5,59 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-06-30	
		Cena docelowa:		7,10 PLN							
(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)		1 312,0	
EBITDA	3 443,0	1 371,0	-60,2%	2 955,3	115,6%	2 938,8	-0,6%	MC (cena bieżąca)		7 334,1	
marża EBITDA	29,1%	11,9%		26,0%		26,3%		EV (cena bieżąca)		13 751,8	
EBIT	572,0	-1 354,0		368,9		483,9	31,2%	Free float		49,3%	
Zysk netto	254,0	-1 746,0		76,8		167,7	118,4%				
P/E	28,9			95,5		43,7		Zmiana ceny: 1m		9,0%	
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 6m		6,5%	
EV/EBITDA	3,3	10,4		4,7		4,7		Zmiana ceny: 12m		5,3%	
DPS	0,50	0,25		0,00		0,00		Min (52 tyg.)		4,4	
DYield (%)	8,9	4,5		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		6,0	

Orange zaraportowało skorygowaną EBITDA na poziomie 820 mln PLN (+2% vs. 804 mln PLN, tj. skorygowany wynik za 2Q'16). Oznacza to wyraźną poprawę dynamiki wyniku R/R (vs. -13,8% w 1Q'17, -4,9% w 4Q'16 i -10,2% w 3Q'16). Wyniki za 2Q'17 potwierdzają tezę z naszego raportu analitycznego z 30.06.2017: telekom zmienił strategię w ramach akwizycji klienta – w miejsce agresywnego subsydiowania telefonami nowych klientów będzie się koncentrować na monetyzacji istniejącej bazy abonenckiej. 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 abonenckiej. Jedyną na rynku ofertą konwergentną, która w 2Q'17 zaczyna generować dobre wyniki. Wbrew konsensusowi rynkowemu, podtrzymujemy nasze pozytywne podejście. Sądzymy, że w nadchodzących kwartałach telekom skoncentruje się na generowaniu wartości w ramach posiadanej bazy klientów, co istotnie złagodzi spadki na linii EBITDA.

Agora

kupuj

Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		15,60 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-07-25	
		Cena docelowa:		18,80 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 189,3	1 198,4	0,8%	1 216,8	1,5%	1 248,1	2,6%	Liczba akcji (mln)		47,7	
EBITDA	120,7	114,9	-4,8%	119,3	3,9%	122,9	3,0%	MC (cena bieżąca)		743,6	
marża EBITDA	10,2%	9,6%		9,8%		9,8%		EV (cena bieżąca)		764,5	
EBIT	18,7	16,7	-10,9%	21,8	30,9%	29,0	33,0%	Free float		62,0%	
Zysk netto	12,7	-16,6		1,5		15,9	949,4%				
P/E	58,5			490,1		46,7		Zmiana ceny: 1m		4,6%	
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 6m		9,2%	
EV/EBITDA	7,1	6,8		6,4		6,1		Zmiana ceny: 12m		35,3%	
DPS	0,19	0,75		0,50		0,75		Min (52 tyg.)		9,6	
DYield (%)	1,2	4,8		3,2		4,8		Max (52 tyg.)		16,6	

Dzięki redukcji zatrudnienia w pionie Prasa, rezygnacji z dziennika Metrocafe.pl. oraz reorganizacji pracy redakcji EBITDA segmentu wzrosło w 1H'17 (z 4,8 mln PLN w 1H'16 do 5,7 mln PLN) i to pomimo >20%-owego spadku średniego rozpowszechniania Gazety Wyborczej. Tym samym Zarząd Agory udowodnił, że jest w stanie podejmować radykalne decyzje biznesowe by chronić potencjał do generowania gotówki w Spółce. Rok 2017 w Agorze to okres dużego sukcesu Heliosa. Segment Film i Książka przyniesie 70,4 mln PLN wyniku EBITDA (+24% R/R). Będzie to pochodną bardzo dobrej koniunktury w kinach. Tylko w 2Q'17 frekwencja w polskich kinach wzrosła o 33,4% R/R. Sieć Helios, umiejscowiona w

średnich miastach powinna wykazywać większą dynamikę ze względu na wzrost konsumpcji, wywołanej m.in. Programem 500+. W 2017 r. Agora wygeneruje wynik EBITDA rzędu 119,3 mln PLN, który pozostanie w trendzie wzrostowym w kolejnych latach. Z drugiej strony Agora kończy w 2017 r. okres inwestycyjny (zakończenie projektu budowy wiat oraz intensywnego CAPEX-u na budowę kin). W ten sposób od 2018 r. będzie generować stabilny, wysoki FCF rzędu 58-62 mln PLN. Przy bardzo dobrej pozycji bilansowej (>3 mln PLN gotówki netto na koniec 1Q'17) Agora powinna zdecydować się na dwukrotne zwiększenie wydatków na dywidendę / skup akcji w ciągu dwóch lat. Podtrzymujemy pozytywne podejście.

Cyfrowy Polsat

redukuj

Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		26,04 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27		
		Cena docelowa:		22,30 PLN								
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)				
Przychody	9 823,0	9 729,8	-0,9%	9 649,7	-0,8%	9 727,2	0,8%	Liczba akcji (mln)		639,5		
EBITDA	3 685,1	3 640,8	-1,2%	3 484,8	-4,3%	3 484,5	0,0%	MC (cena bieżąca)		16 653,7		
marża EBITDA	37,5%	37,4%		36,1%		35,8%		EV (cena bieżąca)		26 527,5		
EBIT	1 985,8	1 669,3	-15,9%	1 634,9	-2,1%	1 744,6	6,7%	Free float		33,5%		
Zysk netto	1 163,4	1 041,3	-10,5%	934,6	-10,2%	1 117,2	19,5%					
P/E	14,3	16,0		17,8		14,9		Zmiana ceny: 1m		5,6%		
P/BV	1,6	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 6m		11,3%		
EV/EBITDA	7,5	7,7		7,6		7,3		Zmiana ceny: 12m		7,6%		
DPS	0,00	0,00		0,34		0,49		Min (52 tyg.)		22,7		
DYield (%)	0,0	0,0		1,3		1,9		Max (52 tyg.)		27,8		

Szacujemy, że Cyfrowy Polsat wygeneruje 948 mln PLN wyniku EBITDA w 2Q'17, tj. 1% wyżej R/R. Na tle wyniku Orange Polska (+2% R/R oczyszczony wynik) wynik ten wypada dość słabo patrząc na istotnie wyższy poziom wyceny, zwłaszcza że na wyniki CPS pozytywnie wpłynęło przeksięgowanie wynagrodzeń pracowników punktów sprzedaży do kosztów dystrybucji (efekt jak w 1Q'17). W 2H'17 negatywny wpływ na wyniki będzie mieć sprowadzenie RLAH oraz wysoka baza EURO'16 (na 3Q'17). Stąd, podtrzymujemy negatywne podejście do Cyfrowego Polsatu. Spółka jest notowana na EV/EBITDA'17 = 7,6x, 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.

Wirtualna Polska

akumuluj

Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 52,50 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)	1 563,2
marża EBITDA	29,0%	29,6%		31,6%		32,8%		EV (cena bieżąca)	1 693,6
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	360,9	28,5		20,1		16,4		Zmiana ceny: 1m	-0,9%
P/BV	4,4	4,0		3,4		3,2		Zmiana ceny: 6m	-8,2%
EV/EBITDA	18,7	14,2		11,4		9,6		Zmiana ceny: 12m	7,7%
DPS	0,00	0,00		1,10		1,83		Min (52 tyg.)	47,0
DYield (%)	0,0	0,0		2,1		3,5		Max (52 tyg.)	59,5

Po słabych wynikach za 1Q'17, spodziewamy się że w 2Q'17 Wirtualna Polska nie wykaże znacznej poprawy. Zakładamy, że wynik EBITDA (skorygowany o zdarzenia jednorazowe oraz koszty projektu TV) będzie na poziomie 37,7 mln PLN, tj. tylko +6% r/r. Konsensus na cały 2017 r. zakłada na linii EBITDA 142 mln PLN. Patrząc na wynik LTM, tj. 122 mln PLN, oczekiwania wobec Spółki są nieco zawyżone. Do końca 2017 r. największych wzrostów, podobnie jak w 1H'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 sierpniu 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

Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		45,25 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2017-07-20	
		Cena docelowa:		44,80 PLN							
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	7 256,2	7 932,0	9,3%	8 576,9	8,1%	8 886,3	3,6%	Liczba akcji (mln)	83,0		
EBITDA	1 007,7	1 069,5	6,1%	1 041,0	-2,7%	1 134,1	8,9%	MC (cena bieżąca)	3 755,8		
marża EBITDA	13,9%	13,5%		12,1%		12,8%		EV (cena bieżąca)	7 289,5		
EBIT	744,7	769,4	3,3%	741,4	-3,6%	829,1	11,8%	Free float	68,0%		
Zysk netto	365,0	301,3	-17,5%	272,6	-9,5%	282,1	3,5%				
P/E	10,3	12,5		13,8		13,3		Zmiana ceny: 1m	-7,2%		
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 6m	-20,8%		
EV/EBITDA	6,7	6,8		7,0		6,4		Zmiana ceny: 12m	-18,0%		
DPS	2,90	3,01		3,01		3,01		Min (52 tyg.)	44,9		
DYield (%)	6,4	6,7		6,7		6,7		Max (52 tyg.)	57,6		

Notowania Asseco Poland były istotnie gorsze od szerokiego indeksu w ostatnim czasie. Pomimo tak dużego relatywnego spadku, podtrzymujemy nasze niekonsensusowe negatywne podejście do Spółki. Po słabym 1Q'17, kiedy zysk EBIT matki spadł o 27% R/R, spodziewamy się że 2Q'17 będzie jeszcze gorszy. Zakładamy 22,0 mln PLN zysku EBIT, tj. 53% mniej R/R. Jest to pochodna słabego popytu od administracji publicznej w ramach obecnie realizowanych zamówień. Ponadto, nie widzimy jakichkolwiek zmian w zakresie dużych przetargów z dofinansowaniem UE, co odbije

się na wynikach całego roku. Nasze prognozy dla linii netto są w latach 2017-18 niższe o odpowiednio 14% i 18% od założeń rynku. Asseco Poland jest notowane obecnie na P/E'17 = 13,8x, z ok. 20% dyskontem do spółek porównywalnych, które jest uzasadnione ze względu na problemy spółki matki oraz istotnie niższą dynamikę wyników w kolejnych latach. Sądzymy, że ciekawszymi propozycjami inwestycyjnymi niż Asseco Poland są Asseco Business Solutions i Asseco South Eastern Europe.

CD Projekt

sprzedaj

Analitik: Piotr Bogusz	Cena bieżąca:		87,20 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)	8 302,6
marża EBITDA	53,8%	52,7%		46,8%		45,3%		EV (cena bieżąca)	7 568,7
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	24,2	33,1		57,3		56,9		Zmiana ceny: 1m	1,3%
P/BV	16,1	10,7		9,2		7,9		Zmiana ceny: 6m	47,8%
EV/EBITDA	18,4	25,2		42,8		42,3		Zmiana ceny: 12m	155,0%
DPS	0,00	0,00		0,00		0,00		Min (52 tyg.)	32,5
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	87,4

W 2Q'17 oczekujemy obniżenia wyników finansowych na linii EBITDA/EBIT/zysku netto o odpowiednio – 60%/-61%/-61% r/r do 50,4/48,8/40,1 mln PLN. Wysoka obniżka wyników R/R jest przede wszystkim efektem bazy z 2Q'16 (w kwartale tym miała miejsce premiera drugiego dodatku do gry Wiedźmin 3: Dziki Gon (W3)). Oczekujemy, że Spółka utrzyma relatywnie wysoką sprzedaż W3 w wersji GOTY (podobnie jak w 1Q'17) oraz rozpozna dodatkowe przychody z tytułu gry Gwint: Wiedźmińska Gra Karciana. Niemniej jednak zwracamy uwagę na malejącą dynamikę wyników w kolejnych kwartałach,

podczas gdy premiera kolejnej dużej produkcji powinna AAA powinna mieć miejsce w 2019 roku (znacznie większa złożoność gry Cyberpunk 2077 w stosunku do W3 będzie wymagała wyższego nakładu pracy ze strony studia CD Red, co implikuje 2019 jako rok prognozy). Pomimo bardzo dobrych perspektyw wzrostu Spółki, uważamy, że obecna wycena dyskontuje znacznie wyższe rezultaty Spółki w średnim terminie. Biorąc pod uwagę powyższe prognozy nie widzimy przesłanek do rewizji naszych prognoz na 2017 rok.

Comarch

trzymaj

Analitik: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		203,65 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)	1 656,4		
marża EBITDA	14,7%	16,0%		14,4%		14,6%		EV (cena bieżąca)	1 575,2		
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	20,6	22,9		20,5		17,4		Zmiana ceny: 1m	-4,5%		
P/BV	2,1	2,0		1,8		1,8		Zmiana ceny: 6m	10,4%		
EV/EBITDA	9,6	9,1		8,7		8,0		Zmiana ceny: 12m	34,0%		
DPS	0,00	0,00		1,50		10,00		Min (52 tyg.)	155,9		
DYield (%)	0,0	0,0		0,7		4,9		Max (52 tyg.)	239,0		

Podtrzymujemy neutralne podejście do Comarchu. Po słabych wynikach za 1Q'17, odczyt za 2Q'17 nie przyniesie naszym zdaniem przełomu. Spodziewamy się spadku obrotów r/r o blisko 4% w wyniku zastoju w polskim segmencie publicznym oraz wysokiej bazy z rynku telekomunikacyjnego z 2Q'16 oraz spadku marży brutto ze sprzedaży do poziomu 24% w wyniku wzrostu kosztów wynagrodzeń r/r. W efekcie wynik EBIT będzie 13% niższy R/R. 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:		62,87 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)	5 009,7
marża EBITDA	17,0%	17,5%		15,5%		14,1%		EV (cena bieżąca)	5 538,8
EBIT	328,3	287,2	-12,5%	308,1	7,3%	293,0	-4,9%	Free float	59,8%
Zysk netto	106,9	225,2	110,6%	260,3	15,6%	241,5	-7,2%		
P/E	13,0	6,2		5,3		5,8		Zmiana ceny: 1m	-3,1%
P/BV	1,6	1,4		1,1		1,0		Zmiana ceny: 6m	-18,9%
EV/EBITDA	4,3	4,8		4,1		3,9		Zmiana ceny: 12m	2,1%
DPS	0,25	0,25		0,25		0,65		Min (52 tyg.)	57,5
DYield (%)	1,4	1,4		1,4		3,7		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. Naszym zdaniem Kernel daje dobrą ekspozycję na rynek płodów rolnych, przy scenariuszu wzrostu cen zbóż. Zarząd Kernel przedstawił dane wolumenowe za 4Q'16/17 (2Q'17), według których

wolumen sprzedaży oleju słonecznikowego wzrósł do 281,6 tys. ton (+34,9% r/r), oleju butelkowanego 39,2 tys. ton (+140% r/r), handlu zbóż 957,5 tys. ton (+28,6% r/r) oraz eksportu zbóż za pośrednictwem własnej infrastruktury 1 431,6 tys. ton (+42,0% r/r). Dzięki wysokim wolumenom osiągniętym w ostatnim kwartale roku obrotowego wszystkie praktycznie segmenty ustanowiły nowe rekordy pod względem zrealizowanego wolumenu sprzedaży. Według naszych wstępnych szacunków przychody ze sprzedaży w 4Q'16/17 (2Q'17) (publikacja 23.10) wyniosą 541,4 mln USD (+41,6% r/r), EBITDA 65,1 mln USD (+35,4% r/r), a zysk netto sięgnie 43,2 mln USD (vs. -7,5 mln USD w 4Q'16). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji Grupy Kernel.

Kęty		trzymaj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		418,15 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)	3 953,1
marża EBITDA	16,6%	17,6%		16,7%		17,0%		EV (cena bieżąca)	4 467,8
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	18,8	14,2		15,8		16,1		Zmiana ceny: 1m	-3,9%
P/BV	3,1	2,9		2,7		2,6		Zmiana ceny: 6m	-3,9%
EV/EBITDA	12,5	11,0		10,9		10,2		Zmiana ceny: 12m	23,3%
DPS	14,41	18,00		30,00		19,87		Min (52 tyg.)	343,1
DYield (%)	3,4	4,3		7,2		4,8		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 akumuluj								
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 121,00 PLN		Cena docelowa: 132,22 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-08-02		
(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) 24 200,0
marża EBITDA	8,9%	-7,9%		29,7%		28,9%		EV (cena bieżąca) 29 957,4
EBIT	-154,0	-3 219,0	1990,3%	4 632,3		4 264,2	-7,9%	Free float 68,2%
Zysk netto	-5 012,0	-4 371,0	-12,8%	3 340,3		3 042,2	-8,9%	
P/E				7,2		8,0		Zmiana ceny: 1m 9,4%
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 6m -3,6%
EV/EBITDA	17,3			4,7		4,7		Zmiana ceny: 12m 53,5%
DPS	4,00	1,50		1,00		6,68		Min (52 tyg.) 68,0
DYield (%)	3,3	1,2		0,8		5,5		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 o odnowieniu 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. W ubiegłym miesiącu hossie na rynku miedzi na światowych rynkach pomógł wzrost wartości walut krajów Emerging Markets oraz rosnące spekulacyjne pozycje długie na miedź. Notowaniom pomagają również dobre odczyty PMI w Chinach. KGHM przy okazji wyników 2Q'17 (publikacja 17.08) przedstawi prawdopodobnie poprawiające się wyniki produkcyjne Sierra Gorda w zakresie molibdenu. Oczekujemy około 9% r/r wzrostu wyniku EBITDA w 2Q'17. W związku ze wzrostem kursu akcji obniżamy naszą rekomendację dla akcji Grupy KGHM z kupuj do akumuluj.

Stelmet kupuj								
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 22,00 PLN		Cena docelowa: 30,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-07-17		
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	572,8	567,3	-1,0%	558,1	-1,6%	627,9	12,5%	Liczba akcji (mln) 29,4
EBITDA	78,7	82,4	4,7%	80,1	-2,8%	97,7	21,9%	MC (cena bieżąca) 646,0
marża EBITDA	13,7%	14,5%		14,4%		15,6%		EV (cena bieżąca) 813,8
EBIT	58,6	61,7	5,3%	40,8	-33,9%	57,8	41,8%	Free float 80,0%
Zysk netto	64,7	68,2	5,5%	38,8	-43,1%	51,8	33,5%	
P/E	9,5	9,0		16,6		12,5		Zmiana ceny: 1m 2,9%
P/BV	1,9	1,6		1,4		1,2		Zmiana ceny: 6m -28,7%
EV/EBITDA	9,7	10,0		10,2		7,7		Zmiana ceny: 12m -29,0%
DPS	1,07	0,29		0,00		0,00		Min (52 tyg.) 20,9
DYield (%)	4,9	1,3		0,0		0,0		Max (52 tyg.) 32,5

Rynek negatywnie zareagował na spadek EBITDA Grupy w 4Q'16 i 1Q'17 (skorygowana o 17,9% r/r), co wynikało z osłabienia GBP do PLN, nadal funkcjonującego do końca III'17 zakładu w Telford oraz niskiej początkowo efektywności produkcji w nowym zakładzie w Grudziądzu. Wynikom nie pomagała również ujemna dynamika wolumenu sprzedaży DAO (-18% r/r) w Wielkiej Brytanii. W 2Q'17 szacujemy, że zakład w Grudziądzu zwiększył efektywność produkcji do 70 tys. m³ (około 52 tys. m³ w 1Q'17), a do końca roku zwiększy do ponad 80 tys. m³. Dodatkowo na rezultatach w mniejszym stopniu ciąży koszty drogiej produkcji w Telford, która została wygaszona w 1Q'17. O ile oczekujemy, że w 2Q'17

trudno jeszcze będzie Spółce osiągnąć pozytywną dynamikę rezultatów na poziomie EBITDA, to od 3Q'17 Stelmet wchodzi w niską bazę rezultatów. Według nas jeżeli rynek brytyjski nadal będzie zachowywał się poniżej oczekiwań w 2H'17, to istnieje duże prawdopodobieństwo, że w kolejnym sezonie Zarząd zwiększy pulę dostaw do dynamicznie rosnących odbiorców w Europie Zachodniej. Naszym zdaniem warto jest obecnie postawić na akcję Stelmet pod bardzo prawdopodobne odbicie wyników w kolejnym 2017/2018 sezonie. W 2Q'17 oczekujemy, że EBITDA Stelmet będzie o 42% r/r niższa (publikacja 28.08). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Budownictwo

Budimex		kupuj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		220,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2017-07-24	
		Cena docelowa:		267,00 PLN					
(mln PLN)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	5 134,0	5 572,3	8,5%	6 402,3	14,9%	7 037,4	9,9%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	314,6	531,0	68,8%	603,0	13,6%	575,4	-4,6%	MC (cena bieżąca)	5 616,6
marża EBITDA	6,1%	9,5%		9,4%		8,2%		EV (cena bieżąca)	3 191,4
EBIT	292,2	505,1	72,9%	569,0	12,7%	537,8	-5,5%	Free float	30,3%
Zysk netto	235,8	409,9	73,8%	452,8	10,5%	440,1	-2,8%		
P/E	23,8	13,7		12,4		12,8		Zmiana ceny: 1m	-7,6%
P/BV	9,4	7,0		6,4		6,5		Zmiana ceny: 6m	-2,1%
EV/EBITDA	10,4	5,6		5,3		5,9		Zmiana ceny: 12m	22,9%
DPS	6,11	8,14		14,99		17,38		Min (52 tyg.)	176,6
DYield (%)	2,8	3,7		6,8		7,9		Max (52 tyg.)	283,9

Paliwo, napędzające ponad 40% wzrost kursu Budimeksu w okresie I-IV'17, wyczerpało się na początku maja, a obserwowana w ostatnich miesiącach realizacja zysków sprowadziła kurs Budimeksu do atrakcyjnych poziomów. Korekta nie jest jednak jedynym argumentem do podniesienia rekomendacji. Skuteczność Budimeksu w pierwszych przetargach PKP PLK (9% udział w rynku) znacznie przewyższyła nasze oczekiwania z poprzedniego raportu. Ponadto, w marcu GDDKiA wznowiła proces przetargowy w drogach krajowych, a Budimex utrzymał najwyższą skuteczność na rynku z udziałem

16% w 2017. W połowie lipca MiB zwiększyło o 26% do 135 mld PLN limit wydatków w ramach Programu Budowy Dróg Krajowych i zaktualizowało harmonogram inwestycji, który wymaga od GDDKiA znacznego przyspieszenia postępowań przetargowych już w 2H'17. Uważamy, że powyższe przyspieszenie w przetargach publicznych nie jest w pełni uwzględnione w konsensusie prognoz, jak również konsensus nie docenia potencjału Spółki do generowania ponadprzeciętnych marż w najbliższych latach. Rekomendujemy kupno akcji Budimeksu.

Elektrobudowa		kupuj									
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		108,95 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)		517,3	
marża EBITDA	6,3%	7,7%		7,6%		7,3%		EV (cena bieżąca)		395,4	
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	10,3	9,4		10,6		11,2		Zmiana ceny: 1m		-9,6%	
P/BV	1,3	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 6m		-6,9%	
EV/EBITDA	5,9	5,5		5,4		5,4		Zmiana ceny: 12m		1,4%	
DPS	0,00	4,00		10,00		6,18		Min (52 tyg.)		91,1	
DYield (%)	0,0	3,7		9,2		5,7		Max (52 tyg.)		139,9	

Wzrost kursu Elektrobudowy tuż przed odcięciem dywidendy w drugiej połowie lipca (10 PLN na akcję) był krótkotrwały. Po ostatniej korekcie cena za akcję obniżyła się do poziomu z początku roku, co implikuje wycenę na poziomie $P/E'17=10-11x$ oraz $EV/EBITDA'17=5,0-5,5x$. Niewykluczone, że rynek obawia się kolejnego słabego kwartału pod względem wyników. W naszej ocenie w 2Q'17 Spółka wypracuje wystarczająco wysoki zysk (ZN'2Q17P: 14,6 mln PLN), by urealnić całoroczną prognozę Zarządu, która jest

nieduższa od naszych szacunków. Niski portfel zamówień (1033 mln PLN na 31.03.2017) pozostaje jednym z największych czynników ryzyka dla naszych prognoz na kolejne lata. Nie należy jednak zapominać o wysokich rezerwach z 2016 r., które w naszej ocenie pomogą Spółce zrealizować nasze prognozy zysku ,nawet w scenariuszu dalszego marazmu w budownictwie przemysłowym. Rekomendujemy kupno akcji Elektrobudowy.

Erbud akumuluj								
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 29,00 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	13,3	207,5		11,7		11,4		Zmiana ceny: 1m
P/BV	1,2	1,5		1,1		1,1		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	4,9	4,0		4,8		4,6		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,51	1,20		1,17		1,24		Min (52 tyg.)
DYield (%)	1,8	4,1		4,0		4,3		Max (52 tyg.)

Drugi miesiąc z rzędu Erbud jest bardzo skuteczny w pozyskiwaniu nowych kontraktów. Po zleceniach za około 200 mln PLN w czerwcu, w lipcu portfel zamówień Spółki powiększył się o 4 znaczące zlecenia o wartości 233 mln PLN, które w 70% dotyczyły segmentu mieszkaniowego. Pod względem portfela zamówień sytuacja Erbudu wygląda komfortowo już od kilku miesięcy. Na razie nie przekłada się to jednak na wzrost przychodów i wyników finansowych. Same wyniki 2Q'17 raczej nie przejdą do historii. Szacujemy, że po pierwszych 6 miesiącach roku Erbud wykona zaledwie 18% naszej całorocznej prognozy ZN. Mimo tego, uważamy, że jest ona w zasięgu Spółki. Ze względu na relatywnie krótką zapadalność portfela

zamówień (ok. 75-80% backlogu dotyczy najbliższych 12 miesięcy) oraz współpracę z solidnymi zamawiającymi z sektora prywatnego, w przypadku których cena nie musi być najważniejszym kryterium wyboru (największe zlecenia Erbud realizuje dla spółek giełdowych), nie widzimy argumentów do pogorszenia rentowności Erbudu w 2017 r. W latach 2013-2016 marża EBIT Spółki kształtowała się na poziomie 2,5-3,0%. Spodziewamy się utrzymania rentowności w dolnym przedziale powyższego zakresu również w bieżącym roku. Po korekcie kursu o 7% w czerwcu, Erbud jest notowany na atrakcyjnych wskaźnikach $P/E'17=11,5x$ oraz $EV/EBITDA'17=4,7x$. Rekomendujemy akumulację akcji Erbudu.

Unibep akumuluj								
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 13,15 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	19,6	14,6		11,1		11,5		Zmiana ceny: 1m
P/BV	2,1	2,0		1,7		1,5		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	13,1	11,3		7,5		7,6		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,15	0,17		0,20		0,37		Min (52 tyg.)
DYield (%)	1,1	1,3		1,5		2,8		Max (52 tyg.)

Kurs Unibepu zachowywał się w lipcu relatywnie dobrze na tle sektora budowlanego (UNI: +5%). W minionym miesiącu portfel zamówień Spółki wzbogacił się o trzy kontrakty kubaturowe na łącznie 170 mln PLN. Przypominamy, że Unibep jest najsilniej eksponowaną na rynek mieszkaniowy Spółką budowlaną z GPW. Ostatni raport REAS nt. rynku mieszkaniowego potwierdził bardzo dobrą koniunkturę w tym segmencie rynku. Spodziewamy się, że Unibep będzie jedną z nielicznych spółek budowlanych, które

w 2Q'17 zaprezentują dobre wyniki finansowe. Jednak podobnie, jak w większości spółek z branży, to druga połowa roku będzie kluczowa dla realizacji naszej prognozy. W 3Q'17 Unibep kończy realizację kilku znaczących kontraktów kubaturowych (w tym Galerii Północnej w Warszawie), a w 4Q'17 rozpozna w wynikach znaczące zyski z działalności deweloperskiej. Utrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji Unibepu.

Deweloperzy

Atal										akumuluj										
Analitik: Piotr Zybala					Cena bieżąca:			39,00 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)		1 509,9									
marża		27,7%	27,0%		28,2%		28,6%		EV (cena bieżąca)		1 731,4									
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		31,9	16,9		8,4		8,3		Zmiana ceny: 1m		2,6%									
P/BV		2,4	2,2		1,9		1,8		Zmiana ceny: 6m		32,2%									
EV/EBITDA		40,7	15,7		7,5		7,4		Zmiana ceny: 12m		66,1%									
DPS		0,00	0,61		1,68		3,77		Min (52 tyg.)		23,8									
DYield (%)		0,0	1,6		4,3		9,7		Max (52 tyg.)		40,8									

Po słabszym zachowaniu kursu akcji Atalu w czerwcu, w lipcu Spółka była jednym z liderów wzrostu. Ostatnie miesiące nie obfitowały w komunikaty z samej Spółki. Spółka jednak intensywnie poszukuje gruntów w nowych lokalizacjach, o których zapewne dowiemy się przy okazji najbliższej konferencji wynikowej. Przypominamy, że nasze prognozy w horyzoncie najbliższych trzech lat są całkowicie oparte o nieruchomości, które znajdowały się w banku ziemi na koniec 1Q'17. Zakup nowych działek stanowiłby

podstawę do podniesienia naszych prognoz po 2018 r. Po 1H'17 nasza całoroczna prognoza sprzedaży mieszkań była zrealizowana dokładnie w 50% i obecnie nie widzimy dla niej zagrożeń. Nasza całoroczna prognoza ZN powinna być zrealizowana na półrocze w 46%, co oznaczałoby najwyższe wykonanie spośród deweloperów mieszkaniowych notowanych na GPW. Utrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji Atalu.

Capital Park		kupuj									
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		6,05 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)	652,4		
marża	76,9%	75,6%		76,0%		76,0%		EV (cena bieżąca)	1 829,6		
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	14,5	21,5		43,1		7,9		Zmiana ceny: 1m	-1,3%		
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 6m	-8,7%		
EV/EBITDA	15,9	14,4		119,6		13,8		Zmiana ceny: 12m	-5,6%		
DPS	0,00	0,00		0,00		0,10		Min (52 tyg.)	5,8		
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		1,7		Max (52 tyg.)	6,8		

Capital Park jest jedną ze spółek z GPW, w które najsilniej może uderzyć nowy podatek od nieruchomości komercyjnych (o ile zostanie wprowadzony). Stawką w wysokości 0,5% wartości nieruchomości (w skali roku) mają być obciążone nieruchomości biurowe i handlowe. Tak wyliczony podatek ma być odliczony od wysokości zapłaconego CIT. Najsilniej uderzy to w spółki, posiadające portfel nieruchomości na wynajem, które jednocześnie osiągają niską rentowność lub/i posiadają tarczę

podatkową do rozliczenia. Wstępnie szacujemy, że podatek w zaproponowanej formule obniżyłby prognozowany przez nas FFO'18-21 w Capital Park o 8%. Ostateczne decyzje w tej sprawie jeszcze jednak nie zapadły. Najbardziej oczekiwanym wydarzeniem w Spółce jest start inwestycji Art Norblin, co jest zapowiadane przez Zarząd na drugą połowę roku i może stać się katalizatorem wzrostu kursu. Rekomendujemy kupno akcji Capital Park.

Dom Development akumuluj

Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		78,20 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)		1 944,7	
marża	22,6%	23,5%		25,8%		25,3%		EV (cena bieżąca)		1 985,7	
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	24,0	15,4		10,8		9,3		Zmiana ceny: 1m		2,2%	
P/BV	2,2	2,1		2,0		1,9		Zmiana ceny: 6m		28,6%	
EV/EBITDA	19,5	11,6		8,7		7,5		Zmiana ceny: 12m		45,1%	
DPS	2,25	3,25		5,05		7,25		Min (52 tyg.)		52,3	
DYield (%)	2,9	4,2		6,5		9,3		Max (52 tyg.)		78,8	

W lipcu Dom Development dostarczył kilku kolejnych argumentów, wspierających naszą rekomendację i jednocześnie pozwalających nam myśleć o podniesieniu prognoz w przyszłości (argumentem opisywanym miesiąc wcześniej była akwizycja spółki Euro Styl). Po pierwsze, w 2Q'17 Spółka osiągnęła najlepszy wynik sprzedażowy w historii (850 lokali, +21% r/r), realizując naszą całoroczną prognozę w 50%. W ostatnich 7 latach 6 razy sprzedaż 2H była w Dom Development wyższa niż w 1H. Powyższa sezonowość sugeruje umiarkowane przekroczenie prognozy sprzedaży na 2017 r. Po drugie, Dom podpisał umowę na generalne wykonawstwo inwestycji mieszkaniowej na Białołęce. W naszych prognozach z kwietnia zakładaliśmy, że ostatni etap powyższej inwestycji będzie zrealizowany dopiero na początku 2021 r. Z komunikatu wynika, że prace mają być zrealizowane 1,5 roku wcześniej, co

wskazywałoby, że projekt będzie miał bardzo istotne znaczenie dla wyników 2019 r. Po trzecie, Dom zakupił w lipcu za 185 mln PLN grunt na Żoliborzu na 1350 lokali. Podejrzewamy, że zakup dotyczy projektu o podwyższonym standardzie i może być zlokalizowany w okolicy realizowanej obecnie inwestycji Żoliborz Artystyczny (ŻA). Budowa ostatnich etapów ŻA kończy się pod koniec bieżącego roku, a nowy zakup idealnie wpisywałby się w ofertę Spółki. Szacujemy, że koszt działki w przeliczeniu na PUM wyniesie ok. 2300 PLN/PUM, co oznaczałoby wyższą cenę niż w projekcie ŻA, gdzie cenę gruntu szacujemy na 1900 PLN/PUM. Przy innych parametrach projektu niezmiennych oznaczałoby to o ok. 4 p.p. niższą marżę deweloperską. Szacujemy, że obecnie realizowane etapy w projekcie ŻA wygenerują marżę na poziomie 28%. Rekomendujemy akumulację akcji Dom Development.

Echo Investment akumuluj

Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca:		5,43 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)	2 240,9
marża	76,9%	46,7%		28,7%		27,8%		EV (cena bieżąca)	3 335,5
EBIT bez rewaluacji	159,8	44,6	-72,1%	6,6	-85,1%	68,5	930,4%	Free float	14,4%
Rewaluacja	751,3	560,1	-25,5%	270,7	-51,7%	272,4	0,6%		
Zysk netto	514,1	387,7	-24,6%	224,5	-42,1%	278,5	24,1%		
P/E	4,4	5,8		10,0		8,0		Zmiana ceny: 1m	-13,3%
P/BV	0,6	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 6m	-6,4%
EV/EBITDA	6,0	4,3		11,9		10,1		Zmiana ceny: 12m	22,0%
DPS	0,00	5,96		0,66		0,50		Min (52 tyg.)	4,0
DYield (%)	0,0	109,8		12,2		9,2		Max (52 tyg.)	6,5

Wolumen sprzedaży mieszkań w 2Q'17 wzrósł w Echo o 83% r/r do 297 szt. Sprzedaż Echo Investment odnotowuje bardzo wysokie dynamiki r/r, co wynika z istotnego wzrostu oferty i jest zjawiskiem zakładanym przez nas w prognozach. Po 6 miesiącach roku Spółka realizuje 46% naszej całorocznej prognozy. Zakładając, że projekty planowane do wprowadzenia w 2H'17 nie opóźnią się, nie widzimy ryzyka dla naszej całorocznej prognozy sprzedaży. W segmencie nieruchomości komercyjnych informacją miesiąca była

sprzedaż biurowca Sagittarius we Wrocławiu przy yieldzie 6,175%. Ostateczna cena sprzedaży będzie zależała od poziomu i jakości komercjalizacji budynku, którego budowa ma zakończyć się w 4Q'17. Yield transakcji jest bardzo atrakcyjny i wspiera nasze prognozy wyników w tym i kolejnych latach. Stopy prime podawane dla rynku biurowego we Wrocławiu po 1Q'17 wynosiły 7,5% (C&W), co mogło wynikać z braku porównywalnych transakcji w ostatnim czasie. Rekomendujemy akumulację akcji Echo Investment.

GTC		trzymaj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		9,62 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-08-02	
		Cena docelowa:		9,59 PLN					
(mln EUR)	2015	2016	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	117,4	120,3	2,5%	141,9	17,9%	162,5	14,6%	Liczba akcji (mln)	460,2
Zysk brutto ze sprzedaży	80,0	87,3	9,1%	103,3	18,3%	120,4	16,5%	MC (cena bieżąca)	4 427,3
marża	76,9%	72,6%		72,8%		74,1%		EV (cena bieżąca)	7 914,5
EBIT bez rewaluacji	65,5	70,2	7,3%	85,3	21,5%	102,0	19,5%	Free float	21,9%
Rewaluacja	26,2	84,6	222,4%	87,5	3,5%	25,9	-70,5%		
Zysk netto	45,2	158,5	250,8%	122,9	-22,5%	84,1	-31,6%		
P/E	23,0	6,6		8,5		12,4		Zmiana ceny: 1m	-0,8%
P/BV	1,6	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 6m	13,2%
EV/EBITDA	17,2	11,5		10,7		15,0		Zmiana ceny: 12m	34,0%
DPS	0,00	0,00		0,06		0,05		Min (52 tyg.)	6,9
DYield (%)	0,0	0,0		2,8		2,1		Max (52 tyg.)	9,7

W obliczu braku istotnych informacji, płynących z samej Spółki, najważniejsze dane pochodziły z otoczenia dewelopera. Wspominany przez nas w kontekście Capital Park podatek od nieruchomości komercyjnych powinien mieć umiarkowany lub żaden wpływ na nasze prognozy wyników GTC, co wynika z regularnie płaconego CIT oraz faktu, że tylko część nieruchomości Spółki jest zlokalizowana w Polsce. Sprzedaż biurowca Sagittarius przy zaskakująco niskim yieldzie (6,175%) może być argumentem do podniesienia wycen najlepszych nieruchomości z portfela Spółki, choć istotniejszych przeszacowań z tego tytułu spodziewalibyśmy się najwcześniej przy okazji wyników rocznych. Wcześniej, we wrześniu

Spółka zakończy budowę flagowej inwestycji (Galeria Północna) i dokona ostatecznej wyceny powyższego projektu do wartości godziwej. Jest to jednak uwzględnione w naszych prognozach oraz rynkowym konsensusie. Uważamy, że ryzyka dla naszych prognoz na lata 2017-2018 są niewielkie, a koniunktura w branży będzie sprzyjać Spółce w kolejnych kwartałach. Z drugiej strony, Spółka od dłuższego czasu nie sfinalizowała zakupu nowych nieruchomości pracujących do portfela, co ogranicza potencjał do pozytywnych zaskoczeń. W związku z osiągnięciem przez kurs naszej ceny docelowej, obniżamy rekomendację dla akcji GTC z akumuluj do trzymaj.

Robyg									
kupuj									
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		3,33 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2017-05-12	
		Cena docelowa:		4,35 PLN					
(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)	263,1
Zysk brutto ze sprzedaży	77,0	116,1	50,8%	226,7	95,2%	311,0	37,2%	MC (cena bieżąca)	876,1
marża	16,0%	22,5%		27,7%		28,2%		EV (cena bieżąca)	1 260,9
EBIT	59,0	122,9	108,1%	167,4	36,2%	243,6	45,5%	Free float	16,5%
Zysk netto	79,7	108,7	36,3%	90,3	-16,9%	146,9	62,8%		
P/E	11,0	8,1		9,7		6,0		Zmiana ceny: 1m	1,8%
P/BV	1,8	1,6		1,5		1,3		Zmiana ceny: 6m	12,1%
EV/EBITDA	18,4	10,3		7,4		4,9		Zmiana ceny: 12m	15,2%
DPS	0,1	0,2		0,3		0,3		Min (52 tyg.)	2,9
DYield (%)	3,3	6,0		8,1		8,1		Max (52 tyg.)	3,6

Kontraktacja mieszkań w Robygu w 2Q'17 (756 szt., +17% r/r), zgodnie z oczekiwaniami nie była aż tak wysoka jak w 1Q'17, niemniej po pierwszych 6 miesiącach roku Spółka realizuje 50% naszej całorocznej prognozy sprzedaży mieszkań i obecnie nie widzimy powodów do korekt oczekiwań. Same wyniki za 2Q'17, z racji niskiej liczby przekazanych mieszkań, będą znacznie słabsze r/r, a wykonanie całorocznej prognozy ZN wyniesie, według naszych szacunków zaledwie 11%. Większość przekazania w tym roku przypadnie na 4Q, stąd duża niepewność odnośnie

realizacji rocznego wyniku utrzyma się do końca roku. Uważamy, że w Robygu ryzyko dla tegorocznych prognoz jest wyższe niż w przypadku pozostałych liderów rynku, co ma związek z dłuższą ścieżką pozyskiwania pozwoleń na budowę w Warszawie. Niezależnie od tego, czy część przekazanych mieszkań przesunie się na 2018 r., uważamy że poziom dywidendy pozostanie dla Spółki sprawą priorytetową i nie ulegnie ona obniżeniu względem dywidendy z zysku za 2016 r. (0,27 PLN). Utrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Robyga.

Handel

AmRest		akumuluj							
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		369,45 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)	7 837,5
marża EBITDA	12,6%	13,2%		13,4%		13,9%		EV (cena bieżąca)	8 968,3
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	49,0	39,5		31,7		23,5		Zmiana ceny: 1m	4,1%
P/BV	7,6	6,1		5,1		4,2		Zmiana ceny: 6m	19,1%
EV/EBITDA	20,8	16,2		12,4		9,8		Zmiana ceny: 12m	49,9%
DPS	0,00	0,00		0,00		0,00		Min (52 tyg.)	224,1
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	377,0

W lipcu 2017 roku Spółka opublikowała wstępne szacunki sprzedaży w 2Q'17, gdzie widoczne jest utrzymanie pozytywnych trendów w sprzedaży porównywalnej na najważniejszych dla Spółki rynkach (CEE oraz Hiszpania). Jednocześnie należy zwrócić uwagę na wysoki wzrost efektywności sprzedaży na rynku chińskim (po czterech kwartałach spadków). W 2Q'17 Spółka poprawiła sprzedaż o 27% r/r do 1243 mln PLN, co w zestawieniu z 25,5% r/r wzrostem liczby restauracji w Grupie, implikuje dodatnią sprzedaż porównywalną. W 2Q'17 oczekujemy zwiększenia się EBITDA o 16% R/R do 138,9 mln PLN. Zakładane tempo poprawy EBITDA r/r jest niższe od dynamiki poprawy sprzedaży R/R, na co wpływ

powinny mieć: i) utrzymująca się presja kosztowa wynikająca z restrukturyzacji biznesu na rynku niemieckim; oraz ii) coraz większa presja rosnących kosztów wynagrodzeń na rentowność EBITDA. W kolejnych kwartałach oczekujemy przyspieszenia tempa wzrostu EBITDA do ponad 20% r/r (zgodnie z założeniami Zarządu). W 2H'17 dodatkowym pozytywnym czynnikiem wpływającym na generowane wyniki będzie konsolidowanie przejętych restauracji w Niemczech, Francji i w Rosji. Zapowiadane akwizycje powinny pozwolić Spółce na utrzymanie wysokiego tempa poprawy wyniku na poziomie EBITDA w średnim terminie, w obliczu czego nasze prognozy mogą okazać się zbyt konserwatywne.

CCC										trzymaj									
Analitik: Piotr Bogusz				Cena bieżąca:		250,70 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)				9 809,1						
marża EBITDA		14,0%	13,9%		14,8%		14,7%		EV (cena bieżąca)				10 549,0						
EBIT		256,7	373,5	45,5%	525,1	40,6%	635,4	21,0%	Free float				58,1%						
Zysk netto		245,1	303,4	23,8%	388,6	28,1%	478,4	23,1%											
P/E		39,3	32,3		25,2		20,5		Zmiana ceny: 1m				11,4%						
P/BV		8,6	8,3		6,5		5,1		Zmiana ceny: 6m				22,6%						
EV/EBITDA		30,9	23,7		17,6		14,5		Zmiana ceny: 12m				38,9%						
DPS		3,00	2,19		1,47		1,47		Min (52 tyg.)				163,5						
DYield (%)		1,2	0,9		0,6		0,6		Max (52 tyg.)				250,7						

Wyniki sprzedażowe Spółki w lipcu'17 utrzymały wysoką dynamikę wzrostu R/R (+48,4% R/R), pokazaną w poprzednich miesiącach. Jednocześnie sprzedaż Spółki była wspierana przez akcje wyprzedażowe oraz kampanie marketingową. Kontynuację wysokiej dynamiki sprzedaży odnotował kanał internetowy, gdzie tempo poprawy sprzedaży wyniosło 99,5% R/R w okresie I-VII'17. W 2Q'17 Spółka poprawiła sprzedaż o 31% R/R do 1127 mln PLN. Coraz większy udział Eobuwie.pl w sprzedaży oraz akcje promocyjne powinny przełożyć się na obniżenie marży brutto na sprzedaży o 1,7p.p. r/r do 52,3%. Negatywny wpływ zmniejszenia rentowności

sprzedaży na marżę EBITDA powinien być częściowo skompensowany przez wzrost sprzedaży porównywalnej. W efekcie oczekujemy zmniejszenia marży EBITDA o 0,2p.p. R/R do 17,1% w 2Q'17 oraz zaraportowania przez Spółkę 192,8 mln PLN EBITDA w 2Q'17 (+30% R/R). Wycena rynkowa Spółki obecnie dyskontuje bardzo dobre wyniki za 2Q'17. Nie można zapominać, że w 4Q'17 negatywnie na dynamikę wyników Spółki r/r może oddziaływać efekt wysokiej bazy. Z drugiej strony Spółka powinna nadal korzystać z odpowiednio dobranej oferty oraz sprzyjających warunków rynkowych.

Eurocash		kupuj						
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		35,22 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	23,0	27,3		19,3		14,7		Zmiana ceny: 1m
P/BV	4,4	4,5		3,8		3,3		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	10,8	12,0		9,2		7,3		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,80	1,05		0,75		0,91		Min (52 tyg.)
DYield (%)	2,3	3,0		2,1		2,6		Max (52 tyg.)

Ostatnie wzrosty wyceny Spółki mogły być reakcją na oczekiwania poprawy wyników Eurocash w 2Q'17. Otoczenie makroekonomiczne zmieniało się w sposób korzystny dla Spółki w 2Q'17. Utrzymujący się wysoki popyt ze strony konsumentów oraz powrót inflacji w cenach detalicznych i hurtowych powinny pozytywnie wpływać na rezultaty Spółki w 2Q'17. Ze względu na konsolidację przejętych biznesów oczekujemy wzrostu sprzedaży o 10% r/r do 5 863 mln PLN w 2Q'17. Ograniczenie tempa wzrostu EBITDA do 4% R/R (115,2 mln PLN), powinno być efektem utrzymującej

się presji kosztowej (konsolidowanie straty Eko Holding, wzrost wynagrodzeń) oraz wydatków poniesionych na nowe projekty. Eurocash powinien w 2Q'17 zaraportować poprawę wyników na każdej linii (po pięciu kwartałach spadków). Spółka koncentruje się na restrukturyzacji segmentu C&C, rozwijaniu nowych projektów (Big Ben, Kontigo, Projekt Fresh) oraz rozwijaniu narzędzi mających na celu wsparcie partnerów biznesowych (wydanie aplikacji mobilnych eHurt, Drinco czy PingWin), co powinno przynieść wymierne korzyści w średnim terminie.

Jeronimo Martins		trzymaj						
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		16,82 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	31,8	17,8		23,0		20,8		Zmiana ceny: 1m
P/BV	7,9	6,1		5,5		4,8		Zmiana ceny: 6m
EV/EBITDA	14,3	13,6		11,7		10,8		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,62	0,28		0,49		0,37		Min (52 tyg.)
DYield (%)	3,7	1,6		2,9		2,2		Max (52 tyg.)

Sprzedaż porównywalna w sieci Biedronka wzrosła o 9,5% w 2Q'17, co oznacza przyspieszenie tempa poprawy, pomimo mniej sprzyjającej bazy niż w 1Q'17. Wysoka poprawa efektywności sprzedaży, pozwoliła sieci Biedronka podwyższyć marżę EBITDA o 0,1p.p. r/r do 7,1% w 2Q'17, pomimo wzrostów kosztów wynagrodzeń. Bardzo dobre wyniki w 2Q'17 przedstawiły Pingo Doce (poprawa lfl o 3% oraz utrzymanie rentowności EBITDA na poziomie 4,7% w 2Q'17) oraz w Recheio (lfl +8,1% w 2Q'17 oraz płaska rentowność EBITDA r/r na poziomie 5%). Negatywnie na osiągnięte rezultaty wpłynęła strata wygenerowana z sieci Ara oraz Hebe. W efekcie w 2Q'17 dynamika

EBITDA wyniosła 9,3% r/r w 2Q'17 vs. 13,7% r/r dynamiki sprzedaży. Zarząd Jeronimo Martins podtrzymał plany dynamicznej ekspansji sieci Ara w Kolumbii (otworzenie co najmniej 150 sklepów) oraz zaprognozował wzrost straty EBITDA w segmencie Hebe i Ara o 30% r/r (do około 92 mln EUR). Wysokie inwestycje w rozwój sieci Ara będą negatywnie wpływały na wyniki Grupy JMT w krótkim terminie, jednak w średnim terminie powinny przynieść wymierne korzyści dla Spółki. Uważamy, że obecna wycena odpowiednio dyskontuje dalszą poprawę wyników i zalecamy trzymanie akcji JMT.

LPP		akumuluj							
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		7 100 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-06-20	
		Cena docelowa:		7 400 PLN					
(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)	13 059,0
marża EBITDA	14,2%	8,2%		12,1%		13,7%		EV (cena bieżąca)	12 841,9
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	36,5	74,6		31,3		20,8		Zmiana ceny: 1m	-0,7%
P/BV	6,8	6,1		5,3		4,4		Zmiana ceny: 6m	36,1%
EV/EBITDA	18,5	26,7		15,3		11,4		Zmiana ceny: 12m	44,8%
DPS	32,04	32,66		35,71		68,23		Min (52 tyg.)	3 820,0
DYield (%)	0,5	0,5		0,5		1,0		Max (52 tyg.)	7 200,0

Spółka poprawiła sprzedaż o 21,7% r/r w VII'17 przy jednoczesnym spadku marży brutto na sprzedaży o 2p.p. r/r do 36% w VII'17. Osiągnięte rezultaty wskazują na konsekwentne realizowanie przez Spółkę przyjętej w 2016 roku polityki wyprzedazowej (maksymalne zmniejszenie zapasu kolekcji na koniec sezonu oraz maksymalizacja rentowności sprzedaży na początku sezonu). Wysoką dynamikę sprzedaży w VII'17 (+188% r/r do 28,2 mln PLN) odnotował kanał internetowy. Kontynuacja akcji wyprzedazowych w VIII'17 powinno pozwolić Spółce na osiągnięcie optymalnego poziomu zapasów na koniec sezonu. W 2Q'17 oczekujemy około 122% r/r wzrostu wyniku EBIT do 192,1 mln PLN, co powinno być efektem: i) wzrostu sprzedaży o 14% r/r do 1707 mln PLN

(wypracowanie dodatnich Ifl na wszystkich rynkach); ii) zwiększenia marży brutto na sprzedaży o 6,5p.p. r/r do 56,4% w 2Q'17 (efekt dobrego przyjęcia kolekcji wiosna-lato'17 oraz wyższej r/r sprzedaży w pierwszych cenach). Jednocześnie w 2Q'17 oczekujemy zmniejszenia dynamiki wzrostu wskaźnika kosztów SG&A/mkw. do 7,5% (dwucyfrowa dynamika w 1Q'17). Deprecjacja USDPLN oraz EURPLN w ostatnim okresie powinna pozytywnie przełożyć się na wyniki Spółki osiągane w kolejnych kwartałach. 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:		2,86 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2017-06-08	
		Cena docelowa:		6,25 PLN					
(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)	95,6
marża EBITDA	8,0%	6,0%		2,7%		5,5%		EV (cena bieżąca)	95,3
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	5,9	7,4		31,1		6,1		Zmiana ceny: 1m	-30,4%
P/BV	2,3	1,5		1,1		1,0		Zmiana ceny: 6m	-49,4%
EV/EBITDA	4,6	5,3		8,2		3,5		Zmiana ceny: 12m	-42,8%
DPS	0,00	0,21		0,00		0,17		Min (52 tyg.)	2,9
DYield (%)	0,0	7,3		0,0		5,8		Max (52 tyg.)	5,8

Wyniki sprzedażowe TXM są znacznie poniżej tempa wzrostu powierzchni sprzedażowej. Zgodnie z deklaracją Zarządu, problem związany z wadliwym działaniem systemu ERP został rozwiązany. Brak bieżących promocji oraz niedostosowana oferta w sklepach przełożyły się na słabe wyniki sprzedażowe Spółki w 2Q'17. Dynamika sprzedaży powinna poprawić się w VIII'17, gdzie pomagać powinny intensywne wyprzedaże (negatywny wpływ na rentowność sprzedaży) oraz efekt niskiej bazy. Wyprzedanie towaru powinno pozwolić Spółce na poprawę płynności oraz sfinansowanie odpowiedniego zatowarowania na kolejny sezon sprzedażowy. W

2Q'17 ze względu na spadek sprzedaży o 3% R/R oraz wzrost kosztów SG&A o 28,4% r/r, wynik EBITDA będzie znacznie gorszy r/r i szacujemy, że wyniesie 0,5 mln PLN w 2Q'17 (vs. 8,6 mln PLN w 2Q'16). Oczekujemy, że pojawienie się dodatniej dynamiki sprzedaży w VII'17 powinno być początkiem poprawy sytuacji Spółki. Oczekujemy poprawy rezultatów Spółki r/r 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											
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		54,99 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)		273,4	
marża EBITDA	19,0%	27,3%		30,1%		32,0%		EV (cena bieżąca)		270,8	
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	30,0	12,5		9,4		7,8		Zmiana ceny: 1m		-1,4%	
P/BV	6,8	5,0		3,5		2,7		Zmiana ceny: 6m		-6,8%	
EV/EBITDA	13,6	7,9		6,4		5,4		Zmiana ceny: 12m		10,3%	
DPS	1,21	1,41		1,69		2,48		Min (52 tyg.)		49,0	
DYield (%)	2,2	2,6		3,1		4,5		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 2 sierpnia 2017 o godzinie 13:05.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 2 sierpnia 2017 o godzinie 13:05.

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

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

GRUPA AZOTY

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-08-02	2017-07-03	2017-06-23	2017-06-02	2017-01-26	2016-08-30
kurs z dnia rekomendacji	72,08	63,30	67,50	63,01	70,41	64,79
WIG w dniu rekomendacji	62 800,96	61 018,36	60 987,33	60 181,96	55 484,56	47 427,99

GTC

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-08-02	2017-01-25	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	9,62	8,65	8,25
WIG w dniu rekomendacji	62 800,96	53 988,51	47 900,66

KGHM

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	zawieszona	redukuj
data wydania	2017-08-02	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	121,00	110,65	120,10	131,50	129,00	122,05	110,00	91,84	78,20
WIG w dniu rekomendacji	62 800,96	61 018,36	59 015,12	59 646,29	58 300,37	55 560,23	53 706,41	49 647,48	47 031,70

PGE

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2017-08-02	2017-06-27	2016-10-04
kurs z dnia rekomendacji	13,29	12,29	10,18
WIG w dniu rekomendacji	62 800,96	61 701,57	47 399,32

PGNIG

rekomendacja	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-08-02	2017-02-27
kurs z dnia rekomendacji	6,75	6,12
WIG w dniu rekomendacji	62 800,96	58 657,32

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

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

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Anna Łagowska
+48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

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

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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