

piątek, 4 marca 2016 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: marzec 2016

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

W krótkim okresie GPW nadal będzie beneficjentem odreagowania cen ropy i poprawy sentymentu na EM, w perspektywie średnioterminowej na rynku akcji będzie utrzymywała się wysoka zmienność z kumulacją raczej negatywnych informacji w 2Q.

Ze spółek

Finanse

W marcu możemy poznać kolejne szczegóły dotyczące restrukturyzacji kredytów CHF, a co za tym idzie należy oczekiwać pogorszenia sentymentu do polskiego sektora bankowego. Z drugiej strony, liczymy na dobre wyniki PZU oraz poprawę sentymentu do banków regionalnych.

Paliwa

Marże rafineryjne pozostają pod presją, co na razie nie zostało w ogóle odzwierciedlone w wycenie Orlenu. Dodatkowym problemem dla spółki może być presja ze strony rosnącej ceny ropy na rentowność segmentu petrochemicznego. Alternatywą są akcje MOL i PGNiG.

Energetyka

Zmiany w kierownictwie Kompanii Węglowej rodzą ryzyko zmian w założeniach restrukturyzacji górnictwa i skali obciążenia tym procesem spółek energetycznych (PGE, ENA). Obecnie najciekawszą inwestycją pozostaje Energa z uwagi na oczekiwaną wysoką dywidendę.

Telekomunikacja, Media, IT

W ramach polskich spółek telekomunikacyjnych preferujemy Orange Polska. Ożywienie na polskim rynku reklamy ma wpływ na wyniki spółek mediowych, które powinny w marcu 2016 wykazać wzrosty kursów – pozytywnie podchodzimy do Agory i Wirtualnej Polski. W sektorze IT dobrze prezentuje się Asseco Business Solutions z 10% wyższym R/R backlogiem i DYield=6,5%.

Przemysł

W 4Q'15 najwyższej poprawy wyników oczekivalibyśmy w Berlingu, Elemental Holding, Feerum, Forte, Grupie Azoty, Oponeo, Pozbud i UNIWHEELS. Ujemnej dynamiki spadku wyników spodziewamy się w Boryszewie, Synthos i PKM Duda. Naszymi top pickami pozostają Alumetal, Amica, Elemental, Kernel, UNIWHEELS. Unikalibyśmy Alchemii, Boryszewa, Patentusa oraz Polskiej Grupy Odlewniczej.

Budownictwo

W związku z ryzykiem opóźnień w przetargach wciąż unikalibyśmy spółek specjalizujących się w budownictwie kolejowym (Trakcja, Torpol, ZUE). Atrakcyjnie wycenione (P/E~10x, EV/EBITDA~6x) są: Erbud, Unibep, Elektrobudowa, Herkules, Elektrotim.

Deweloperzy

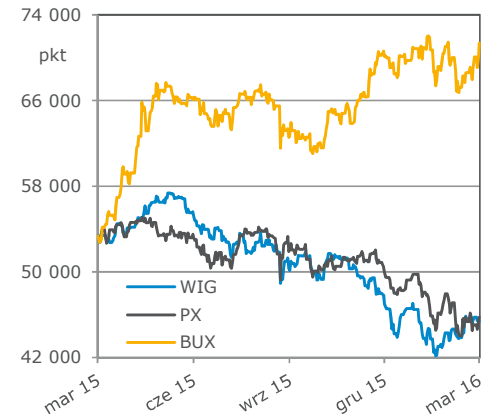
Sprzedaż portfela nieruchomości przez Echo jest dowodem na kompresję stóp kapitalizacji nieruchomości w Polsce. Deweloperzy sygnalizują wzrost sprzedaży mieszkań w I-II w ujęciu r/r, rozwiewając obawy o spowolnienie w branży na początku roku. Zalecamy przeważenie sektora.

Handel

W marcu powinny być znane szczegóły dotyczące projektu ustawy o podatku od sprzedaży detalicznej, co może pogorszyć sentyment do sektora. Ze względu na potencjał do dalszej poprawy wyników preferujemy Jeronimo Martins oraz AmRest.

WIG 46 448
 Średnie P/E 2015 13,9
 Średnie P/E 2016 12,7
 Średni dzienny obrót (3M) 749 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
BZ WBK	Akumuluj	▼
CCC	Trzymaj	▼
ENERGA	Kupuj	▲
HANDLOWY	Trzymaj	▼
ING BSK	Trzymaj	▼
KOMERCNI BANKA	Akumuluj	▲
KOPEX	Zawieszona	▶
KRUK	Trzymaj	▼
PEKAO	Sprzedaj	▼
PKN ORLEN	Redukuj	▼

Departament Analiz:

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

Kamil Kliszcz
 +48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mdm.pl

Jakub Szkopek
 +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl

Piotr Zybala
 +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl

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

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

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

Spis treści

1. Rynek akcji	4
2. Makroekonomia	8
3. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	10
4. Statystyki rekomendacji	11
5. Banki	12
5.1. Alior Bank	12
5.2. BZ WBK	12
5.3. Getin Noble Bank	13
5.4. Handlowy	13
5.5. ING BSK	14
5.6. Millennium	14
5.7. Pekao	15
5.8. PKO BP	15
5.9. Komercni Banka	16
5.10. Erste Bank	16
5.11. RBI	17
5.12. OTP Bank	17
6. Ubezpieczyciele	18
6.1. PZU	18
7. Usługi finansowe	19
7.1. Kruk	19
7.2. Prime Car Management	19
7.3. Skarbiec Holding	20
8. Paliwa, chemia	21
8.1. Ciech	21
8.2. Grupa Azoty	21
8.3. Lotos	22
8.4. MOL	22
8.5. PGNiG	23
8.6. PKN Orlen	23
8.7. Polwax	24
8.8. Synthos	24
9. Energetyka	25
9.1. CEZ	25
9.2. Enea	25
9.3. Energa	26
9.4. PGE	26
9.5. Tauron	27
10. Telekomunikacja	28
10.1. Netia	28
10.2. Orange Polska	28
11. Media	29
11.1. Agora	29
11.2. Cyfrowy Polsat	29
11.3. Wirtualna Polska	30
12. IT	31
12.1. Asseco Poland	31
12.2. CD Projekt	31
13. Górnictwo i metale	32
13.1. KGHM	32
13.2. LW Bogdanka	32
14. Przemysł	33
14.1. Elemental	35
14.2. Famur	35
14.3. Kernel	36
14.4. Kęty	36
14.5. Kopex	37
14.6. UNIWHEELS	37
14.7. Vistal	38
15. Budownictwo	39
15.1. Budimex	39
15.2. Elektrobudowa	39
15.3. Erbud	40

15.4. Unibep.....	40
16. Deweloperzy.....	41
16.1. Capital Park.....	41
16.2. Dom Development.....	41
16.3. Echo Investment.....	42
16.4. GTC.....	42
16.5. Robyg.....	43
17. Handel.....	44
17.1. AmRest.....	44
17.2. CCC.....	44
17.3. Eurocash.....	45
17.4. Jeronimo Martins.....	45
17.5. LPP.....	46
18. Inne.....	47
18.1. Work Service.....	47

Rynek akcji

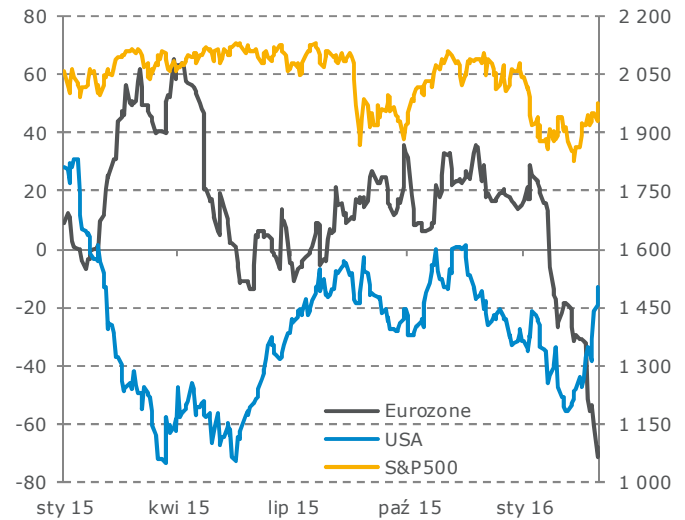
Wraz z drożącą ropą naftową rynki akcji kontynuowały wzrosty. Od czasu publikacji naszej strategii rocznej z początku lutego pozytywnie zaskoczyły dane makro z USA, rozczarowały ze strefy euro, a Chiny dalej luzowały politykę monetarną (kolejna obniżka stopy rezerw obowiązkowych, PMI przemysłowy spadł do 48 pkt). W efekcie wzrosły oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych przez FED przy jednoczesnym nasileniu presji na rozszerzenie działań po stronie ECB. Wzrost cen surowców powoduje, że w ocenie inwestorów maleje ryzyko rozszerzenia się kryzysu z sektora wydobywczego na inne branże. Dalszy wzrost cen surowców, przede wszystkim ropy, mógłby zmienić nasze negatywne nastawienie do rynku w perspektywie najbliższego kwartału. Biorąc jednak pod uwagę nadal negatywne momentum w światowej gospodarce taki scenariusz uważamy za mniej prawdopodobny, tj. obecne wzrosty na S&P500/DAX traktujemy jako korektę w trendzie spadkowym i podtrzymujemy opinię, że jeszcze w tym półroczu S&P500 będzie testował poziom 1700 pkt. Obecna korekta, w oczekiwaniu na działania banków centralnych, może przeciągnąć się na większą część marca. Biorąc pod uwagę skalę oczekiwań rozczarowaniem dla rynków może być również posiedzenie ECB.

Polski rynek również jest beneficjentem wzrostu cen ropy i poprawy sentymentu do rynków wschodzących. Po intensywnych działaniach nowego Rządu na przełomie roku, w ostatnich tygodniach sytuacja polityczna (przynajmniej w kontekście działań w zakresie gospodarki, brak medialnego szumu wokół ustawy frankowej) uległa ustabilizowaniu, co również miało wpływ na odreagowanie na GPW. Ze spotkań jakie odbyliśmy w ostatnim czasie z inwestorami zagranicznymi wynika, że obawy o ryzyko demontażu OFE czy działania Rządu w stosunku do spółek z udziałem SP nie uwzględniające interesu mniejszościowych akcjonariuszy są nadal silne. W kontekście planowanych przez Rząd wydatków fiskalnych w tym i przyszłym roku, obserwowane spowolnienie w Niemczech budzi obawy o przyszłoroczny budżet, a to z kolei oznacza rosnące ryzyko sięgnięcia po środki z OFE (choćby przesunięcie suwaka z 10 do 15 lat). Wszystkie te czynniki powodują, że w kolejnych tygodniach na rynku akcji będzie utrzymywała się wysoka zmienność z kumulacją raczej negatywnych informacji w 2Q (czy sprawdzi się porzekadło: *sell in may and go away?*).

Mieszane dane makro

Dane makro publikowane w ostatnich tygodniach dają mieszany obraz gospodarki. Dane z USA (szczególnie z rynku nieruchomości, rynku pracy, ale również ostatnie wskazania dla przemysłu) były lepsze niż oczekiwali analitycy, co w efekcie podniosło oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych przez FED (prawdopodobieństwo: kwiecień 19%, czerwiec 35%, lipiec 38%, wrzesień 50%, grudzień 64%). Z kolei dane ze strefy euro wyraźnie rozczarowały, zarówno jeśli chodzi o twarde dane jak również wskaźniki wyprzedzające. W efekcie inwestorzy oczekują na dalsze rozszerzenie europejskiego QE już na marcowym posiedzeniu ECB.

Wskaźniki zaskoczeń Citibanku dla strefy i USA na tle S&P500



Źródło: Bloomberg

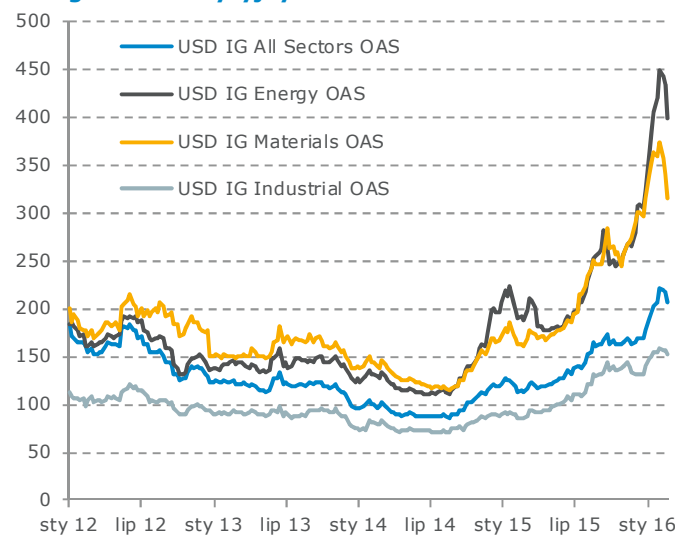
Luty przyniósł spadek PMI w przemyśle niemieckim, co potwierdza również wskaźnik IFO. Wskaźnik wyprzedzający przygotowywany przez Commerzbank – Early Bird, bazujący na parametrach polityki monetarnej, rynku FX oraz koniunkturze w globalnej ekonomii (PMI Global tylko nieznacznie powyżej 50 pkt) spada już od roku. Historycznie Early Bird zapowiadał z kilkumiesięcznym wyprzedzeniem pogorszenie się (lub poprawę) sytuacji w niemieckiej gospodarce, co właśnie ma miejsce i na razie nic nie wskazuje, żeby sytuacja ta miała ulec zmianie (Early Bird nadal spada). W konsekwencji oczekiwany wzrost PKB zarówno w Niemczech, jak również całej strefie może być niższy niż oczekuje rynek (1,8% dla Niemiec, 1,6% dla strefy). Makroekonomiści Commerzbanku idą o krok dalej i wskazują, że ich prognoza 1,3% (dla Niemiec i strefy) może być zbyt optymistyczna. Oznaczałoby to, że przed nami okres dalszego obniżania oczekiwań zarówno dotyczących PKB (możliwe że również w konsekwencji w Polsce), jak również wyników spółek. Ponadto, wysokie oczekiwania rynków na reakcję ze strony ECB mogą prowadzić do kolejnych rozczarowań. Część analityków wskazuje, że istnieją prawne ograniczenia dalszego zwiększania programu skupu aktywów. Na ostatnim posiedzeniu ECB Prezes Draghi wskazywał, że Bank posiada jeszcze wiele narzędzi do stymulowania gospodarki. Jak widać z danych makro stymulacja przynosi rozczarowujące efekty.

Sektor energetyczny i wydobywczy nadal ryzykiem

Wzrost cen ropy i innych surowców w ostatnich tygodniach przyniósł wzrost cen akcji spółek w tych sektorach. Naszym zdaniem obecnie to głównie zamykanie krótkiej pozycji, a sektor nadal czeka na silne turbulencje, bo sytuacja finansowa tych podmiotów nie uległa istotnej poprawie (średnie ceny surowców w ujęciu kwartalnym nadal spadają). W najnowszym raporcie Moody's ocenia, że skala bankructw nasili się (wartość: +30% r/r), tj. z sektora energetycznego i wydobywczego przeniesie się na inne, współzależne sektory. Już w 2015 r. na świecie liczba bankructw podwoiła się, a łączna kwota długu postawiona w stan upadłości wzrosła do 97,9 mld USD, tj. najwyższego poziomu od 2009 roku. 32% bankructw dotyczyło sektora energetycznego, a kolejne 14% wydobywczego. Wśród największych bankructw można wymienić: Alpha Natural Resources (4,5 mld USD, sierpień, węgiel, USA), Walter Energy (3,7 mld USD, węgiel, USA),

Berau Coal (950 mln USD, węgiel, Indonezja), Ferrexpo (500 mln USD, ruda żelaza, Szwajcaria/Ukraina), Molycorp (1,45 mld USD, metale rzadkie, Kanada). Wszystko wskazuje na to, że warunki kredytowe dla sektora energetycznego i wydobywczego jeszcze się pogorszą, bo agencje ratingowe systematycznie obniżają oceny kredytowe emitentów, co dzieje się w otoczeniu nadal niskich cen surowców i słabnącego makro w skali globalnej. Moody's szacuje, że w 2016 roku default rate w omawianych sektorach wzrośnie do 8-9%, tj. 2-3x powyżej średnich historycznych. W 2009 roku dla sektora wydobywczego stopa wynosiła 9,4%, przy czym w obu cyklach występuje duża różnica. W ciągu dwóch lat poprzedzających kryzys 2009 roku w sektorze nie było bankructw – szybki spadek, a potem wzrost cen surowców uchronił sektor i różnego rodzaju poddostawców (gospodarkę) przed większą falą upadłości. W efekcie sektor nie „oczyścił się” ze nadwyżki projektów inwestycyjnych. Obecnie spadek cen jest większy, a przede wszystkim trwa długo.

Option adjusted spread amerykańskich obligacji z ratingiem inwestycyjnym



Źródło: Bloomberg

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

Sektory w marcu

Finanse

- W marcu Kancelaria Prezydenta RP najprawdopodobniej prześle projekt ustawy dotyczącej restrukturyzacji kredytów denominowanych w CHF do parlamentu co powinno mieć negatywny wpływ na sentyment do polskiego sektora bankowego.
- Oczekujemy że banki, które jeszcze nie zaraportowały wyników za 2015 rok potwierdzą ogólną prognozę rynkową dotyczącą wzrostu marży odsetkowej w 2016 roku oraz utrzymania salda rezerw i kosztów operacyjnych pod kontrolą.
- Po znaczącej przecenie kursu akcji od początku roku oczekujemy poprawy sentymentu do banków zagranicznych (Erste Bank, RBI, OTP Bank oraz Komerčni) wspieranych przez optymistyczne prognozy zarządów co do wyników w roku obecnym.
- W marcu przeważalibyśmy Komerčni Banka (akumuluj) wobec Banku Pekao (sprzedaj). Oba banki są liderami krajowymi, posiadają wysokie współczynniki wypłacalności oraz płacą wysoką dywidendę. Niemniej jednak, Komerčni notowane jest obecnie ze znaczącym dyskontem do Banku Pekao pomimo znacznie niższego ryzyka operacyjnego.
- Obniżamy rekomendację dla Kruka do trzymaj ze względu na znaczący wzrost kursu akcji w lutym, a co za tym idzie bardzo wysoką premię do spółek porównawczych.
- Kluczowe rekomendacje: Erste Bank (kupuj), PZU (kupuj), Pekao (sprzedaj).

Paliwa

- Marże rafinerijne znajdują się pod presją z uwagi na dużą nadpodaż na rynku paliw (zwiększony eksport z Chin, wygasające momentum popytowe, kończące się przestoje remontowe) oraz rosnące notowania ropy (wpływ na koszty zużyć własnych). Wraz z drożącym surowcem rośnie też ryzyko kontynuacji pogorszenia marż w petrochemii. Podtrzymujemy tezę, że średnia cena mieszanki Brent sięgnie w tym roku 50 USD/Bbl.
- W takim otoczeniu makro zalecamy pozycjonowanie się w spółkach pozytywnie skorelowanych z ceną ropy, a więc PGNiG i MOL, które dodatkowo mogą pozytywnie zaskoczyć dywidendą. Sceptycznie podchodzimy do ostatnich wzrostów kursu PKN Orlen, które stoją w sprzeczności z niepokojącymi trendami na marżach przerobowych.

Chemia

- Dane z Chin wskazują na utrzymanie wysokiej 20% dynamiki wzrostu eksportu sody w ujęciu r/r, co będzie tylko zwiększać presję na ceny (w tegorocznych wynikach Ciechu będzie to widoczne w sprzedaży spotowej, ale kluczowe będą kontrakty negocjowane na rok 2017). W tym kontekście ostatnie spadki kursu Ciechu nie są naszym zdaniem okazją do kupna.
- Oczekujemy dobrych wyników finansowych Grupy Azoty za 4Q'15 (publikacja 11 marca). Przy wynikach za 4Q'15 (7 marca) Zarząd Synthos według nas zarekomenduje wypłatę 0,25 PLN dywidendy na akcję z zysku za 2015 rok. Istnieje natomiast ryzyko, że Synthos 18 marca opuści skład indeksu WIG20.

Energetyka

- Ceny energii w regionie w ostatnich tygodniach ustabilizowały się na niskich poziomach, a ich odbicie uniemożliwia łagodna zima (ceny węgla i gazu nie odzwiercudniają pozytywnych trendów na ropie naftowej). W Polsce kontrakt roczny oscyluje wokół 153 PLN/MWh, co po uwzględnieniu ostatnich spadków uprawnień emisyjnych jest równoważne do średniej efektywnej ceny, jaką zintegrowani pionowo producenci będą realizować w tym roku.
- W lutym sektor energetyczny wyraźnie odstawał od szerokiego rynku z uwagi na zapowiedzi Rządu o możliwości zmian w polityce dywidendowej oraz zamieszanie związane ze zmianami kierownictwa w KW. Ryzyko zmiany założeń restrukturyzacji górnictwa na bardziej pro-związkowe oceniamy jako realne i do rozstrzygnięć w tym zakresie zalecamy wstrzymywanie się z inwestycjami w PGE i ENA. Nadal podtrzymujemy opinię, że najciekawszą opcją inwestycyjną w sektorze pozostaje ENG, która powinna pozytywnie zaskoczyć dywidendą.

Telekomunikacja, Media, IT

- Spółki z sektora telekomunikacyjnego podały informacje o znaczących inwestycjach w infrastrukturę. Największe poniesie Orange Polska, które chce dotrzeć do 3,5 mln gospodarstw domowych zasięgiem sieci FTTH w 2018 r., co pozwoli jej na osiągnięcie lidera pod względem infrastruktury na rynku, z najszerszą ofertą dla B2C i B2C. Netia ogłosiła cel 2,55 mln gospodarstw domowych w zasięgu sieci NGA do końca 2020 r. Z kolei Cyfrowy Polsat przeznaczy 1 mld PLN na rozbudowę sieci 1800 MHz, jednak zapowiada, że jego CAPEX nie przekroczy 10% przychodów.
- W zakresie dywidendy, Orange Polska potwierdziło płatność 0,25 PLN na akcję, Netia obniżyła poziom wypłaty do 0,20 PLN (ale ogłosiła program skupu akcji), Cyfrowy Polsat jedynie zapowiedział pierwszą dywidendę z zysku za 2016 r. (polityka ma być ogłoszona do końca roku). DYield Orange Polska jest na poziomie 4,3% vs. 4,1% w Netii. Niższa wycena giełdowa Netii jest naszym zdaniem uzasadniona bardziej stacjonarnym profilem biznesowym grupy.
- 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 niskozurbanizowanych, co może osłabić dynamiki parametrów operacyjnych i stanowi ryzyko dla prognozy wyników w kolejnych latach.
- W takim otoczeniu pod względem atrakcyjności inwestycyjnej preferujemy Orange Polska.
- Ożywienie na globalnym oraz polskim rynku reklamy ma wpływ na wyniki spółek mediowych, których kursy powinny w marcu 2016 wykazać wzrosty. Pozytywnie podchodzimy do Agory oraz do Wirtualnej Polski.
- W sektorze IT dobrze prezentuje się Asseco Business Solutions z 10% wyższym R/R backlogiem i DYield na poziomie 6,5%.
- CD Projekt zapowiedział prezentację zaktualizowanej strategii na kolejne lata podczas prezentacji wyników za 2015 rok, co może mieć pozytywny wpływ na zachowanie walorów CDR. Ponadto, oczekujemy dobrych wyników spółki w 4Q'15.

Przemysł

- W 4Q'15 szacujemy, że około 47% spółek powinno poprawiać ubiegłoroczne rezultaty, a 35% pogorszy je. Tendencja ta wskazuje na lepsze momentum, niż w 3Q'15. Najwyższej poprawy wyników oczekivalibyśmy w Berlingu, Elemental Holding, Feerum, Forte, Grupie Azoty, Oponeo, Pozbud i UNIWHEELS. Ujemnej dynamiki spadku wyników spodziewamy się w Boryszewie, Synthos i PKM Duda.
- Niska wartość PLN do EUR sprzyja eksporterom do UE.
- Naszymi top pickami pozostają Alumetal, Amica, Elemental, Kernel, UNIWHEELS. Unikilibyśmy Alchemii, Boryszewa, Patentusa oraz Polskiej Grupy Odlewniczej.
- W krótkim terminie na problemach finansowych Grupy Kopex skorzystać może Famur, który ma stabilną sytuację płynnościową i niskie zadłużenie.
- Oczekujemy bardzo dobrych wyników Elemental za 4Q'15. Poziomem backlogu przy wynikach powinien pozytywnie zaskoczyć Vistal.
- Kluczowe rekomendacje: Elemental (kupuj), Kernel (akumuluj), UNIWHEELS (kupuj).

Budownictwo

- W minionym miesiącu spółki nie raportowały wielu nowych kontraktów. W obszarze infrastruktury drogowej i kolejowej kolejna większa fala rozstrzygnięć w przetargach powinna mieć miejsce na przełomie 2Q i 3Q.
- Jak dotąd wyniki za 2015 r. opublikowały spółki w przypadku których spodziewaliśmy się wysokich dynamik wyników (Budimex, Herkules, Elektrotim), generalnie zaskakując pozytywnie. Uważamy, że w spółkach raportujących w marcu o pozytywne zaskoczenia może być trudniej.
- Największy potencjał wzrostu wśród rekomendowanych spółek widzimy w Erbudzie (P/E'16=9,7x, EV/EBITDA'16=4,7x) oraz w Unibepie i Elektrobudowie (P/E~10-11x, EV/EBITDA~6x).

Deweloperzy

- Spektakularna sprzedaż przez Echo Investment całego portfela nieruchomości pracujących za kwotę 1,2 mld EUR (12,4% powyżej wartości księgowej) będzie stanowiła nowy benchmark dla rynku nieruchomości komercyjnych w Polsce. Bieżące NOI portfela wynosi 75 mln EUR, co implikuje yield na poziomie 6,3%.
- Pierwsze komentarze deweloperów mieszkaniowych nie wskazują na spadek sprzedaży mieszkań w ujęciu r/r mimo obaw związanych ze wzrostem kosztu obsługi długu oraz wzrostem wymaganego wkładu własnego do 2016 r.
- Podtrzymujemy przeważenie sektora deweloperskiego, rekomendujemy kupno Robyga, Dom Development i GTC oraz akumulację Echo Investment oraz Capital Park.

Handel

- W marcu powinien zostać przedstawiony nowy projekt ustawy o podatku od sprzedaży detalicznej, co może negatywnie wpłynąć na sentyment do sektora.
- Utrzymujący się wysoki kurs USDPLN negatywnie wpływa na marżę brutto na sprzedaży osiąganą przez większość spółek z sektora odzieżowo-obuwniczego. Dodatkowym wyzwaniem dla sektora w 2016 roku jest wzrost kosztów wynagrodzeń oraz aprecjacja EUR, które negatywnie wpłyną na koszty SG&A.
- Oczekujemy kontynuacji pozytywnych trendów w AmRest, które powinny mieć przełożenia na bardzo dobre wyniki w 4Q'15 (publikacja 11 marca). Zarząd jednocześnie powinien przedstawić więcej szczegółów dotyczących planu rozwoju sieci restauracji na rok 2016.
- Poprawa siły nabywczej polskiego konsumenta oraz pozytywna dynamika w cenach żywności powinny wspierać wyniki Jeronimo Martins.
- Obniżamy rekomendację dla CCC z kupuj do trzymaj ze względu na istotny wzrost kursu w lutym i osiągnięcie naszej ceny docelowej.
- Kluczowe rekomendacje: AmRest (kupuj), Jeronimo Martins (kupuj).

Makroekonomia

Solidny wzrost PKB pod koniec roku

W IV kwartale polska gospodarka urosła o 3,9% r/r – zgodnie z naszą prognozą i dokładnie tak, jak GUS szacował w odczycie flash. W ujęciu kwartalnym wzrost przebił 1% i wyniósł 1,1% kw/kw (również zgodnie z szacunkiem flash). Większych zaskoczeń nie przyniosły również szczegóły PKB. Konsumpcja prywatna po raz czwarty z rzędu zanotowała wzrost wynoszący 3,1% r/r i możemy przypuszczać, że dopiero w kolejnych rewizjach ostatnie odczyty odzyskają korelację ze sprzedażą detaliczną (która wyraźnie przyspieszyła pod koniec roku) i danymi o dochodach gospodarstw domowych – tak, jak to miało miejsce, w przypadku danych za 2014 r. Spożycie zbiorowe przyspieszyło z 2,7 do 4,5% r/r, stanowiąc główną przyczynę przyspieszenia gospodarki w ostatnich trzech miesiącach roku. Nie sposób tutaj uciec od zbieżności czasowej z terminem wyborów parlamentarnych, ale jaka przyczyna nie stałaby za zachowaniem spożycia publicznego – należy się do takich dynamik przyzwyczajać (efekt chociażby odmrożenia płac w budżetówce). Inwestycje wzrosły w IV kwartale o 4,9%, co jest zapewne wypadkową spadku lub stagnacji inwestycji publicznych i solidnego wzrostu inwestycji prywatnych. Jeżeli do powyższego obrazu dodamy praktycznie zerowy wkład zmiany zapasów i eksportu netto, to popyt krajowy wzrósł o 3,9% (najszybciej w tym roku). Zmiany polityki gospodarczej spowodują jeszcze większe przeważenie silników wzrostu w kierunku komponentu krajowego (więcej konsumpcji prywatnej to podstawowy i natychmiastowy efekt programu 500+), przy zdrowej strukturze eksportowej. Należy zaznaczyć, że Polska jako kraj o wysokim udziale krajowej wartości dodanej w eksporcie (konsekwencja wielkości rynku wewnętrznego) oraz relatywnie niewielkim zadłużeniu prywatnym w walutach obcych jest solidnym beneficjentem netto osłabienia złotego. Oznacza to korzystne warunki dla utrzymania dodatniego bilansu handlowego nawet w wypadku większego importu w 2016 roku. Z drugiej strony, ostre cięcia w budżetach samorządów i przerwa w wydatkowaniu środków UE w 2016 (za wyjątkiem inwestycji drogowych, gdzie nie ma okresu przejściowego między perspektywami budżetowymi UE) sugerują ujemny wkład inwestycji publicznych do wzrostu. Ten będą wprawdzie wspierać inwestycje prywatne, ale nie wystarczy to dla utrzymania tegorocznych dynamik inwestycji, zwłaszcza że na początku roku obserwujemy negatywne skutki szoku niepewności (okrojenie planów inwestycyjnych i wzrost niepewności związanej z polityką podatkową i regulacjami).

Dane w zasadzie nie zmieniają perspektyw dla polityki pieniężnej. Obniżki stóp będą nadal traktowane przez RPP oportunistycznie i nikt ich z wyprzedzeniem nie zapowie. Rozważane są zapewne także inne formy zwiększenia płynności na rynku (np. obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej i de facto odklejenie stawki Polonia od stopy referencyjnej), a polityka faktycznie zrealizowana na Węgrzech jest tu oczywistym wzorem.

Solidny wzrost PKB i jego struktura to jednak bardzo korzystna informacja z punktu widzenia rynków finansowych. Uważamy, że jest to przyczynek do spadku ryzyka kredytowego w Polsce (a jest ono głównym elementem globalnej zawieruchy na rynkach finansowych). Po pierwsze, wzrost jest wysoki. Po drugie, jego struktura jest silnie wsparta komponentem wewnętrznym, który w zasadzie nie psuje zbilansowania zewnętrznego gospodarki (kraje o mocnych bilansach płatniczych będą w najbliższym czasie faworyzowane przez inwestorów). Po trzecie, pojawiły się w ostatnim czasie nowe informacje, wspierające nasz scenariusz deeskalacji ryzyka politycznego i fiskalnego: dochody podatkowe wykazują na przełomie roku oznaki odbicia, a od 1 lipca ma ruszyć system uszczelniający wpływy

z VAT. To oznacza, że o ile tylko nie dojdzie do eskalacji ryzyk globalnych w kierunku faktycznego pogorszenia wzrostu, budżety na przyszłe lata stają się coraz bardziej wykonalne. W efekcie, cała krzywa rentowności jest zapewne zbyt stroma, a same długie obligacje – tanie w porównaniu nie tylko do regionu.

Inflacja

Inflacja CPI wyniosła w styczniu -0,7% r/r, a więc po raz kolejny utrzymała się deflacja, przy czym jej intensywność nieznacznie wzrosła. Jest to wstępny odczyt, w którym GUS nie podaje szczegółów, jednak można szacować, że inflacja bazowa utrzymała się na poziomie bliskim zera (bądź nawet zanurkowała lekko na terytorium ujemne, jeśli pod uwagę weźmiemy części setne).

Co złożyło się na spadek inflacji? Przede wszystkim spadki cen paliw i transportu (według naszych szacunków ceny paliw mogły spaść nawet o 5-6%), którym wtórowały ceny energii w kategorii mieszkanie. Kategorie bazowe odnotowały wzrosty podobne lub niższe niż w ubiegłym roku; spadkową niespodziankę zgotowała kategoria zdrowie, co jest efektem spadku cen leków. Co ciekawe, inflacja osiągnęła nowe minimum lokalne mimo nieco silniejszego wzrostu cen żywności (1% m/m), który zresztą został precyzyjnie zaanonsowany przez analogon w inflacji czeskiej.

Kolejny miesiąc powinien przynieść podobną dynamikę cen. Następne miesiące przyniosą zaś powolny wzrost inflacji (baza, efekty kursowe, delikatne odbicie na rynku paliw, nieco wyższa realizacja cen żywności, stopniowe przyspieszenie cen usług), a terytorium dodatnie osiągnięte zostanie w okolicach końca wakacji. Nieco niższy od naszych oczekiwań odczyt nie przekreśla scenariusza silniejszego wzrostu inflacji pod koniec roku nawet w okolice 1,5-2,0%. Pierwsze miesiące upłyną jednak pod znakiem niskich cen i trudno będzie uczestników rynku skłonić do zajęcia jednoznacznego stanowiska w zakresie końcówki roku.

Podobnie jak publikowane dane o PKB, dane o inflacji są w gruncie rzeczy neutralne z punktu widzenia RPP, która przeciągnięcie okresu deflacji wliczyła już do swojego scenariusza bazowego. Obniżki stóp procentowych to nadal kwestia dostosowania restrykcyjności polityki pieniężnej do deflacyjnego otoczenia globalnego i luzowania polityki pieniężnej w Europie widziana przez pryzmat stabilności kursu walutowego. Tym niemniej, takie zachowanie inflacji sprzyja budowaniu oczekiwań na łagodzenie polityki pieniężnej w Polsce i wspiera polskie obligacje.

Rynek pracy

W styczniu przeciętne wynagrodzenie wzrosło o 4,0% r/r, bijąc prognozy rynku i nasze przewidywania. Jak zwykle, nie jesteśmy w stanie wypowiedzieć się na temat przyczyn zaskoczenia. Za najbardziej prawdopodobny należy uznać lepszy od zakładanego wynik przetwórstwa przemysłowego lub budownictwa (efekt wysokiej bazy z poprzedniego roku mógł nie zadziałać w pełni, szczególnie że wzorce sezonowe w statystykach dotyczących tego sektora często się zmieniały w ostatnich latach). Potwierdzenie naszych przypuszczeń uzyskamy dopiero wraz z publikacją Biuletynu Statystycznego, ale warto zauważyć, że styczniowy odczyt wpisuje się w dotychczasowe trendy. W kolejnych miesiącach, z uwagi na postępujące zacieśnienie rynku pracy (efekty demograficzne, być może również stymulowana przez program 500+ dezaktywizacja części jednostek z dolnych decylii rozkładu dochodów pracowników najemnych), dynamika płac przyspieszy w kierunku 5% r/r.

Nominalnie większe zaskoczenie przyniosły dane o zatrudnieniu. Te wzrosło w styczniu w ujęciu rocznym aż o 2,3% r/r, istotnie powyżej prognoz (nasza zakładała nieco wyższy wzrost zatrudnienia, ale nie w takiej skali). Należy w

tym miejscu odnotować, że ten skok zatrudnienia jest konsekwencją zmiany zakresu próby przedsiębiorstw, w których GUS mierzy zatrudnienie, i jako taki ma mały związek z faktycznym zachowaniem przedsiębiorstw w styczniu. Co do zasady, kierunek i wielkość tej zmiany jest skorelowana z tempem kreacji miejsc pracy w poprzednim roku, ale korelacji tej daleko do bycia precyzyjną (stąd łatwo o duże pomyłki w prognozach styczniowych danych). Na razie, przy wszystkich swoich wadach, lepszym miernikiem koniunktury na rynku pracy jest stopa bezrobocia – ta zaś pozostaje w miarowym trendzie spadkowym. Użyteczne będą również dane BAEL o zatrudnieniu, te są jednak opóźnione w stosunku do danych z sektora przedsiębiorstw (w najbliższym czasie wyniki IV kwartału).

Taką serię odczytów z rynku pracy należy oczywiście ocenić pozytywnie. Fundusz płac rośnie obecnie w tempie 7,2% r/r (w cenach stałych) i choć jest to dynamika zawyżona przez wspomniany wyżej efekt statystyczny w kategorii zatrudnienie, trudno ze strony dochodów gospodarstw domowych spodziewać się zagrożenia dla konsumpcji. Wysoki wzrost płac oraz wypłaty świadczeń w ramach programu 500+ powinny w tym roku wywindować wzrost konsumpcji do 4%. Solidny wzrost PKB i zachowanie rynku pracy to również pozytywna informacja dla rynków finansowych. Uważamy, że powinny one przełożyć się na spadek ryzyka kredytowego w Polsce (a jest ono głównym elementem globalnej zawieruchy na rynkach finansowych). To zaś będzie w obecnych warunkach rynkowych wspierać polskie obligacje z długiego końca, również w ślad za coraz bardziej pozytywnymi rekomendacjami londyńskich strategów. Podtrzymujemy naszą opinię, że cała krzywa rentowności w Polsce jest zapewne zbyt stroma, a same długie obligacje tanie w porównaniu nie tylko do regionu.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu w ujęciu rocznym o 1,4% po 6,7% wzroście zanotowanym w grudniu. Wynik za styczeń jest zbliżony do naszej prognozy (1,7%) i dużo niższy od konsensusu prognoz wynoszącego 3% r/r. Na niższy niż poprzednio odczyt złożyły się dwa czynniki. Mniejsza liczba dni roboczych (-1 r/r wobec +1 r/r w poprzednim miesiącu) i odwrócenie jednorazowego efektu na zamówieniach PKP. Po odsezonowaniu produkcja przemysłowa wzrosła o 3,3% r/r. Oceniamy, że po korekcie o czynniki jednorazowe utrzymało się dotychczasowe momentum produkcji przemysłowej.

Wzrost zanotowano w 21 z 34 sekcji. Dominowały sekcje eksportowe (meble, produkcja urządzeń elektrycznych). Spadki to przede wszystkim produkcja pozostałego sprzętu transportowego i odwrócenie grudniowego efektu związanego z odbiorem pociągów budowanych dla PKP Intercity przez PESA i konsorcjum Newag-Stadler.

W kolejnych miesiącach powinniśmy widzieć wzrosty napędzane popytem na polski eksport (i słabym złotym wspierającym opłacalność tego eksportu). Dane z Niemiec sugerują jednak istotne spadki produkcji samochodów (pokłosie skandalu w VW), co może ograniczać przyrosty produkcji przemysłowej, choć pod wpływem dni roboczych i tak dynamiki roczne mogą sięgnąć w lutym 7% r/r.

Produkcja budowlano-montażowa

Produkcja budowlano-montażowa spadła w styczniu b.r. o 8,6% w ujęciu rocznym, poniżej konsensusu rynkowego (-3,9%) i bliżej naszej prognozy (-5,4%). Z uwagi na bardzo dużą zmienność wzorca sezonowego (każdy punkt procentowy dynamiki miesięcznej przekłada się na ponad trzy punkty dynamiki rocznej), styczeń jest w budownictwie miesiącem niezmiernie trudnym do prognozowania,

a dynamiki produkcji, choć skorelowane z układem dni roboczych i pogodą (pierwsza połowa stycznia przyniosła, jak pamiętamy, ostre mrozy), należy traktować jako w dużej mierze losowe. Z tego względu nawet dane po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych (-4,8% m/m) nie są dobrym probierzem koniunktury w budownictwie. Tym niemniej, nie należy też popadać w nadmierny optymizm: silny spadek inwestycji samorządów w tym roku (nawet 25%, jeśli budżety największych JST zostaną wykonane w pełni), a także spowolnienie w budownictwie komercyjnym, sprawiają że perspektywy dla sektora pozostają w tym roku nadal stagnacyjne. Na powierzchni budownictwo jest utrzymywane przede wszystkim przez inwestycje drogowe, które systematycznie przyspieszają w miarę rozstrzygnięcia kolejnych przetargów.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna również w styczniu zaskoczyła in minus, rosnąc zaledwie o 0,9% r/r (poniżej konsensusu rynkowego i naszych prognoz – obydwie blisko 3% r/r). Złożyło się na to silne i spodziewane przez nas spowolnienie sprzedaży samochodów (z 16,7% do 2,2% r/r – łączne działanie bazy statystycznej i niekorzystnego układu dni roboczych, na które sprzedaż tej kategorii jest szczególnie wrażliwa) i paliw (z -4,2% do -7,3% r/r), a także prasy i książek (z 22,9 do 4,2% r/r). Podobnie, jak w poprzednich miesiącach, rotacja przedsiębiorstw pomiędzy sprzedażą żywności a pozostałą sprzedażą detaliczną prowadzoną w niewyspecjalizowanych sklepach, kompletnie zaburza wzorce sezonowe i dynamiki (sprzedaż żywności odbiła z -5,9 do 3,2% r/r; druga z tych kategorii przeżyła kompletne załamanie – z 31,8 do -0,6% r/r). Z tego względu również zrezygnowaliśmy z naszych ulubionych miar sprzedaży po wyłączeniach – nadmienimy tylko, że dla większości kategorii dóbr trwałych styczeń nie przyniósł żadnego spowolnienia. W konsekwencji, nasz pogląd na konsumpcję nie uległ zmianie – wzrost dochodów gospodarstw domowych w tym roku (płace i świadczenia społeczne) przełoży się na przyspieszenie konsumpcji prywatnej do ok. 4% r/r.

Ceny producentów

W styczniu 2016 ceny producentów spadły w ujęciu rocznym o 1,2%, poniżej konsensusu rynkowego (-0,8%) oraz naszej prognozy (-0,9%). Wciąż obserwujemy także spadki w ujęciu miesięcznym – tym razem o 0,5%). Roczny spadek PPI pogłębił się w górnictwie i wydobywaniu, a także nieznacznie w przetwórstwie przemysłowym. To ostatnie miało miejsce za sprawą znacznego spadku cen koks i produktów rafinacji ropy naftowej (ponad 8% m/m). Wyjście z deflacji producentów, które jeszcze w zeszłym miesiącu było oczekiwane w pierwszym kwartale, teraz oddala się w czasie.

Wzrost w I kw. może być odrobinę niższy niż 3,9% w IV kw. Nie będzie on jeszcze pod wpływem istotnej stymulacji fiskalnej, którą szacujemy nawet na 1% PKB. Fakt utrzymania relatywnie wysokiego wzrostu PKB w Polsce powinien, po pierwsze, łagodzić obawy o ryzyko kredytowe. Po drugie, będzie on ograniczał presję deprecyjną na złoto. Niezaprzeczalnie sytuacja globalna utrwała środowisko niskich (a nawet ujemnych) stóp procentowych, co będzie mieć istotne znaczenie dla relatywnej atrakcyjności polskich aktywów. W takim otoczeniu powinny radzić sobie dobrze polskie długie obligacje (kompresja premii za ryzyko i niskie globalnie stopy).

Departament Analiz Ekonomicznych mBanku

(Ernest Pytlarczyk, Marcin Mazurek)

research@mBank.pl

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E		EV/EBITDA	
							2015	2016	2015	2016
Banki										
ALIOR BANK	Kupuj	2016-02-02	60,20	82,96	61,22	+35,5%	13,6	12,8		
BZ WBK	Akumuluj	2016-03-04	297,50	305,10	297,50	+2,6%	12,6	13,6		
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	2016-02-02	0,46	0,96	0,57	+68,4%	10,1	14,5		
HANDLOWY	Trzymaj	2016-03-04	84,41	81,97	84,41	-2,9%	18,4	18,6		
ING BSK	Trzymaj	2016-03-04	121,45	119,38	121,45	-1,7%	14,6	16,6		
MILLENNIUM	Kupuj	2016-02-02	5,20	7,00	5,89	+18,8%	12,9	13,1		
PEKAO	Sprzedaj	2016-03-04	156,70	127,42	156,70	-18,7%	18,1	20,0		
PKO BP	Kupuj	2016-02-02	24,84	31,62	25,59	+23,6%	12,8	11,1		
KOMERCNI BANKA	Akumuluj	2016-03-04	4942	5428 CZK	4942	+9,8%	14,1	15,3		
ERSTE BANK	Kupuj	2016-02-02	26,17	32,34 EUR	24,00	+34,8%	10,3	9,0		
RBI	Kupuj	2016-02-02	11,32	17,14 EUR	12,79	+34,1%	9,8	13,9		
OTP BANK	Akumuluj	2016-02-02	6155	6487 HUF	6195	+4,7%	29,0	9,5		
Ubezpieczyciele										
PZU	Kupuj	2016-02-02	32,33	42,44	34,60	+22,7%	14,4	12,7		
Usługi finansowe										
KRUK	Trzymaj	2016-03-04	187,50	185,12	187,50	-1,3%	16,7	14,4		
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	2016-02-02	35,10	46,76	35,90	+30,3%	11,0	9,9		
SKARBIEC HOLDING	Kupuj	2016-02-02	27,00	42,20	31,80	+32,7%	14,2	8,3		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Trzymaj	2016-02-02	80,00	77,20	73,65	+4,8%	13,3	8,8	7,0	5,9
GRUPA AZOTY	Trzymaj	2016-02-02	104,00	100,20	93,72	+6,9%	17,4	12,5	8,7	7,0
LOTOS	Akumuluj	2016-02-02	25,63	29,20	26,40	+10,6%	-	7,6	9,3	4,8
MOL	Kupuj	2016-02-02	198,00	236,75	207,50	+14,1%	-	10,6	3,8	4,0
PGNiG	Trzymaj	2016-02-02	5,04	5,30	5,02	+5,6%	13,9	14,1	4,9	5,7
PKN ORLEN	Redukuj	2016-03-04	64,73	60,40	64,73	-6,7%	9,8	-	5,9	-
POLWAX	Kupuj	2016-02-02	15,70	24,30	16,90	+43,8%	7,2	7,1	5,9	5,8
SYNTHOS	Trzymaj	2016-02-02	3,96	3,79	4,11	-7,8%	12,8	15,0	10,1	10,0
Energetyka										
CEZ	Kupuj	2016-02-02	65,00	86,30	60,41	+42,9%	8,0	9,7	5,4	5,6
ENEA	Trzymaj	2016-02-02	11,50	12,40	11,36	+9,2%	5,1	7,9	4,9	5,3
ENERGA	Kupuj	2016-03-04	13,11	15,20	13,11	+15,9%	6,3	8,0	4,3	5,1
PGE	Trzymaj	2016-02-02	13,55	14,60	13,04	+12,0%	-	7,4	3,3	4,3
TAURON	Kupuj	2016-02-02	2,71	3,78	2,60	+45,4%	3,6	4,9	3,4	4,3
Telekomunikacja										
NETIA	Akumuluj	2016-02-02	5,56	6,30	4,60	+37,0%	171,6	-	4,0	4,1
ORANGE POLSKA	Kupuj	2016-02-02	6,43	8,30	6,08	+36,5%	32,4	32,1	3,4	4,3
Media										
AGORA	Kupuj	2016-02-02	11,45	14,10	11,60	+21,6%	41,4	40,0	5,2	5,5
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	2016-02-02	21,99	22,10	23,75	-6,9%	12,8	12,4	7,2	7,0
WIRTUALNA POLSKA	Kupuj	2016-01-28	36,37	50,00	39,51	+26,6%	97,6	14,3	14,4	10,1
IT										
ASSECO POLAND	Kupuj	2016-02-02	56,50	65,90	58,35	+12,9%	13,6	13,2	7,2	6,8
CD PROJEKT	Kupuj	2016-02-02	23,09	26,50	24,00	+10,4%	6,5	20,3	4,5	12,9
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	126,45	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	8,30	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
KGHM	Trzymaj	2016-02-02	56,26	63,00	73,50	-14,3%	-	520,0	8,2	6,0
LW BOGDANKA	Trzymaj	2016-02-02	31,33	33,00	37,85	-12,8%	7,0	8,7	2,9	3,1
Przemysł										
ELEMENTAL	Kupuj	2016-01-08	4,06	4,80	3,67	+30,8%	13,7	11,6	11,3	9,4
FAMUR	Kupuj	2016-02-02	1,75	2,20	1,60	+37,5%	15,5	15,9	4,0	3,4
KERNEL	Akumuluj	2016-01-26	42,80	49,00	52,24	-6,2%	9,8	5,9	3,5	4,2
KĘTY	Trzymaj	2016-02-02	281,75	277,80	282,00	-1,5%	12,9	14,3	8,8	8,5
KOPEX	Zawieszona	2016-03-04	2,30	-	2,30	-	-	-	-	-
UNIWHEELS	Kupuj	2016-01-12	121,00	142,90	132,30	+8,0%	10,3	9,4	7,2	7,1
VISTAL	Kupuj	2016-02-02	8,00	15,80	8,92	+77,1%	8,0	6,8	7,8	7,0
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2015-11-04	211,00	225,10	204,90	+9,9%	22,2	18,2	9,4	9,9
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2015-12-03	141,00	170,50	119,20	+43,0%	10,5	10,3	6,8	5,9
ERBUD	Kupuj	2016-02-03	25,95	36,00	27,04	+33,1%	10,0	9,7	5,2	4,7
UNIBEP	Kupuj	2016-02-03	9,89	12,10	10,05	+20,4%	15,4	10,6	8,6	6,6
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	Akumuluj	2015-10-02	5,88	6,50	5,96	+9,1%	-	45,5	120,9	30,2
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2016-01-28	49,47	60,80	50,50	+20,4%	15,5	11,6	13,1	9,5
ECHO	Akumuluj	2016-02-02	5,77	6,57	6,35	+3,5%	17,8	11,8	20,1	16,8
GTC	Kupuj	2015-11-20	7,08	8,20	6,97	+17,6%	21,2	9,5	16,5	12,7
ROBYG	Kupuj	2016-01-28	2,83	3,40	2,88	+18,1%	9,8	9,0	16,1	8,3
Handel										
AMREST	Kupuj	2016-02-02	188,50	217,00	183,40	+18,3%	27,1	25,2	11,6	9,6
CCC	Trzymaj	2016-03-04	147,30	149,00	147,30	+1,2%	31,9	27,4	21,2	16,6
EUROCASH	Redukuj	2016-02-02	53,74	47,30	51,90	-8,9%	34,1	28,1	15,9	13,5
JERONIMO MARTINS	Kupuj	2016-02-02	13,08	15,1 EUR	13,87	+8,9%	25,9	21,7	11,8	10,0
LPP	Redukuj	2016-02-02	5411	4900	5099	-3,9%	24,2	23,9	13,1	13,0
Inne										
WORK SERVICE	Akumuluj	2016-02-02	11,96	13,70	11,00	+24,5%	22,6	15,6	10,1	8,6

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BZ WBK	Akumuluj	Kupuj	305,10	2016-03-04
CCC	Trzymaj	Kupuj	149,00	2016-03-04
ENERGA	Kupuj	Akumuluj	15,20	2016-03-04
HANDLOWY	Trzymaj	Akumuluj	81,97	2016-03-04
ING BSK	Trzymaj	Akumuluj	119,38	2016-03-04
KOMERCNI BANKA	Akumuluj	Trzymaj	5428 CZK	2016-03-04
KOPEX	Zawieszona	Trzymaj	-	2016-03-04
KRUK	Trzymaj	Akumuluj	185,12	2016-03-04
PEKAO	Sprzedaj	Redukuj	127,42	2016-03-04
PKN ORLEN	Redukuj	Trzymaj	60,40	2016-03-04

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	1	1,7%	1	3,1%
Redukuj	3	5,1%	1	3,1%
Trzymaj	14	23,7%	9	28,1%
Akumuluj	10	16,9%	5	15,6%
Kupuj	31	52,5%	16	50,0%

Banki

Alior Bank		Kupuj								
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		61,22 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02		
		Cena docelowa:		82,96 PLN						
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Wynik odsetkowy	998,6	1 215,8	21,8%	1 501,1	23,5%	1 698,8	13,2%	Liczba akcji (mln)		70,0
Marża odsetkowa	3,9%	4,4%		4,3%		4,0%		MC (cena bieżąca)		4 284,1
WNDB	1 562,3	1 892,9	21,2%	2 196,2	16,0%	2 470,1	12,5%	Free float		74,8%
Wynik operacyjny*	692,7	947,7	36,8%	1 058,1	11,6%	1 366,1	29,1%			
Zysk brutto	287,7	401,1	39,4%	386,0	-3,8%	568,4	47,2%			
Zysk netto	227,9	322,7	41,6%	309,6	-4,1%	334,1	7,9%			
ROE	11,9%	12,4%		9,5%		9,3%		Zmiana ceny: 1m		1,7%
P/E	17,1	13,3		13,8		12,8		Zmiana ceny: 6m		-30,0%
P/BV	1,8	1,4		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m		-24,9%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)		54,0
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		98,6

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj dla Alior Banku oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 82,96 PLN na akcję. Kurs akcji w przeciągu ostatnich 3 miesięcy (do końca lutego) spadł o 26,2%, co odzwierciedla obawy rynku odnośnie pozycji kapitałowej banku oraz wprowadzenia podatku bankowego. Obawy rynku odnośnie wskaźników wypłacalności zostały potwierdzone przez wyniki za 2015 rok, w których CET1 Aliora znajdował się na poziomie 9,7% (poniżej wymaganych od 01.2016 10,25%), zaś TCR na poziomie 12,54% (poniżej

wymaganych od 01.2016 13,25%). Zarząd uważa, że dzięki zatrzymanym zyskom oraz gwarancjom na portfel kredytów korporacyjnych bank spełni wymagania KNFu w 1Q'16 oraz pozwoli na przyrost kredytów netto na poziomie około +5 mld PLN R/R. Ponadto Zarząd podtrzymał, że pomimo wprowadzenia podatku bankowego zysk netto Alior Banku wrośnie w 2016 r. Ponadto oczekujemy, że bank nadal będzie się charakteryzował jednym z najwyższych zwrotów z kapitałów własnych (>9%) oraz wysoką efektywnością kosztową.

BZ WBK		Akumuluj								
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		297,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-03-04		
		Cena docelowa:		305,10 PLN						
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Wynik odsetkowy	3 276,6	3 996,8	22,0%	4 309,2	7,8%	4 700,0	9,1%	Liczba akcji (mln)		98,9
Marża odsetkowa	3,9%	3,3%		3,1%		3,3%		MC (cena bieżąca)		29 431,4
WNDB	6 089,8	6 579,0	8,0%	7 540,1	14,6%	7 396,2	-1,9%	Free float		30,0%
Wynik operacyjny*	3 227,7	3 475,2	7,7%	3 961,3	14,0%	4 046,7	2,2%			
Zysk brutto	2 514,7	2 640,0	5,0%	3 178,3	20,4%	3 388,8	6,6%			
Zysk netto	1 982,3	1 914,7	-3,4%	2 327,3	21,5%	2 170,7	-6,7%			
ROE	11,9%	12,6%		13,0%		11,2%		Zmiana ceny: 1m		14,9%
P/E	14,0	14,5		12,6		13,6		Zmiana ceny: 6m		-3,6%
P/BV	2,0	1,7		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m		-13,3%
DPS	7,6	10,7		0,0		22,6		Min (52 tyg.)		232,5
Dyield (%)	2,6	3,6		0,0		7,6		Max (52 tyg.)		386,0

*przed kosztami rezerw

Po wzroście kursu o 5,8% w lutym obniżamy naszą rekomendację kupuj do akumuluj dla BZ WBK jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 305,10 PLN na akcję. Zgodnie z zapowiedziami zarządu oczekujemy, że bank wypłaci znaczną dywidendę w 2016 roku, która będzie się składała z części zysku za 2014 i 2015 rok. Jednocześnie oczekujemy, że zysk netto przed podatkiem w 2016 r. wzrośnie o 12,9%, zaś korygując go o zdarzenia jednorazowe o +20,5% R/R. W naszych prognozach uwzględniliśmy jednorazowy zysk ze

sprzedaży BZ WBK AM, ale pominieliśmy ewentualny zysk jednorazowy osiągnięty przy transakcji Visa Europe – Visa International. Bank szacuje, że jednorazowy zysk może wynieść około 281 mln PLN, chociaż część z niego bank może oddać do kontrahentów. Uważamy, że wysokie wskaźniki wypłacalności banku, potencjalnie bardzo wysoka dywidenda oraz relatywnie dobra rentowność kapitałów własnych powinny gwarantować bankowi premię do grupy porównawczej.

Getin Noble Bank		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		0,57 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		0,96 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 297,8	1 430,5	10,2%	1 160,1	-18,9%	1 207,6	4,1%	Liczba akcji (mln)	2 650,1
Marża odsetkowa	4,1%	2,2%		1,7%		1,8%		MC (cena bieżąca)	1 510,6
WNDB	1 886,3	1 956,3	3,7%	1 673,7	-14,4%	1 636,1	-2,2%	Free float	49,8%
Wynik operacyjny*	1 007,4	1 033,3	2,6%	497,3	-51,9%	710,6	42,9%		
Zysk brutto	388,0	314,3	-19,0%	160,3	-49,0%	361,9	125,7%		
Zysk netto	399,7	360,0	-9,9%	149,7	-58,4%	114,4	-23,6%		
ROE	8,8%	7,3%		2,9%		2,1%		Zmiana ceny: 1m	26,7%
P/E	3,8	4,2		10,1		14,5		Zmiana ceny: 6m	-35,2%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-69,7%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,4
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	1,9

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Getin Noble Banku. Oczekujemy, że wyniki GNB pozostaną pod presją w 2016 roku ze względu na sekurytyzację aktywów w celu poprawy pozycji kapitałowej oraz ograniczoną akcją kredytową. Niemniej jednak pomimo kolejnych cięć stóp procentowych marża odsetkowa w całym 2016 roku powinna wzrosnąć o 11p.b. dzięki dalszej poprawie kosztów finansowania. Niska rentowność, brak dywidendy, ewentualna emisja akcji oraz znacząca ekspozycja na kredyty CHF zasługują na najwyższe dyskonto do rynku przy wycenie. Niemniej jednak biorąc pod uwagę poprawiającą się marżę odsetkową, poprawiającą się jakość aktywów oraz wskaźniki wypłacalności, które

dalekie są od uznania ich za zagrażające stabilności banku uważamy, że obecna wycena na wskaźniku P/BV na poziomie 0,2x jest zdecydowanie zbyt niska. Ponadto GNB szacuje, że dzięki sprzedaży pozostałej części Getin Leasing za 218 mln PLN oraz zaliczeniu zysku netto z 2015 roku do kapitałów CET1 banku wzrośnie do 11%, zaś TCR do 15%, co odsuwa widmo emisji akcji w banku. Ponadto, z powodu księgowania znaczących kosztów związanych z funduszem hipotecznym oraz SK Bankiem GNB może odnieść stratę netto w 4Q'15, co może przełożyć się na wprowadzenie programu naprawczego przez KNF, co z kolei może przełożyć się na zwolnienie banku z płacenia podatku.

Handlowy		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		84,41 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-03-04	
		Cena docelowa:		81,97 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 242,2	1 163,9	-6,3%	976,6	-16,1%	977,5	0,1%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	2,8%	2,4%		2,0%		1,9%		MC (cena bieżąca)	11 029,0
WNDB	2 600,5	2 465,4	-5,2%	2 051,8	-16,8%	2 118,4	3,2%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 183,3	1 149,9	-2,8%	773,5	-32,7%	858,1	10,9%		
Zysk brutto	1 218,1	1 167,7	-4,1%	790,8	-32,3%	846,1	7,0%		
Zysk netto	972,7	947,3	-2,6%	626,4	-33,9%	593,4	-5,3%		
ROE	15,3%	12,9%		8,8%		8,5%		Zmiana ceny: 1m	14,6%
P/E	11,3	11,6		17,6		18,6		Zmiana ceny: 6m	-1,8%
P/BV	1,5	1,5		1,6		1,6		Zmiana ceny: 12m	-18,8%
DPS	5,8	7,2		7,4		4,6		Min (52 tyg.)	61,5
Dyield (%)	6,9	8,5		8,8		5,4		Max (52 tyg.)	114,0

*przed kosztami rezerw

Po wzroście kursu akcji o 9,5% w lutym obniżamy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj dla Banku Handlowego, jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 81,97 PLN na akcję. Uważamy, że Bank Handlowy jest głównym beneficjentem zmian w projekcie podatku bankowego, które zakładały wyłączenie z podstawy opodatkowania papierów skarbowych. Po zmianach w legislacji szacujemy, że udział podatku spadnie z prognozowanych przez nas wcześniej 22% zysku netto w kolejnych dwóch latach do 13-14%. Jednocześnie

nadal oczekujemy, że bank dokona optymalizacji bilansu zmniejszając wskaźnik kredytów do depozytów poprzez redukcję tych ostatnich. Oczekujemy, że taki ruch pozwoli zmniejszyć z jednej strony sumę bilansową, a z drugiej efekt oczekiwanego przez nas cięcia stóp procentowych. Podtrzymujemy nasz pogląd, że bank powinien być notowany premią do spółek porównywalnych ze względu na ponadprzeciętne wskaźniki wypłacalności oraz strukturę bilansu (w tym niski wskaźnik K/D), ale jej obecny poziom jest już adekwatny.

ING BSK
Trzymaj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 121,45 PLN		Cena docelowa: 119,38 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-03-04			
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	2 042,6	2 330,2	14,1%	2 467,1	5,9%	2 755,9	11,7%	Liczba akcji (mln)	130,1
Marża odsetkowa	2,5%	2,5%		2,4%		2,4%		MC (cena bieżąca)	15 800,6
WNDB	3 290,4	3 532,5	7,4%	3 778,1	7,0%	3 980,9	5,4%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 422,0	1 602,8	12,7%	1 622,4	1,2%	1 888,5	16,4%		
Zysk brutto	1 192,9	1 347,4	13,0%	1 390,3	3,2%	1 558,3	12,1%		
Zysk netto	961,5	1 040,7	8,2%	1 127,0	8,3%	953,2	-15,4%		
ROE	11,5%	10,9%		10,7%		8,7%		Zmiana ceny: 1m	9,5%
P/E	16,4	15,2		14,0		16,6		Zmiana ceny: 6m	-0,8%
P/BV	1,8	1,5		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	-9,1%
DPS	0,0	4,4		4,0		4,2		Min (52 tyg.)	101,6
Dyield (%)	0,0	3,6		3,3		3,4		Max (52 tyg.)	150,0

*przed kosztami rezerw

Po wzroście kursu akcji o 4,5% w lutym obniżamy naszą rekomendację dla ING BSK z akumuluj do trzymaj, jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 119,38 PLN na akcję. ING BSK prezentuje solidny bilans (niska ekspozycja na CHF, niski poziom kredytów do depozytów) oraz wysoki wskaźnik wypłacalności, co dobrze pozycjonuje bank na wzrost. Ponadto, w 2015 roku bank zaraportował

wyniki wyższe od oczekiwań o 12%. Niestety dotychczasowa niska rentowność aktywów powoduje, że wprowadzony przez PiS podatek bankowy stanowi aż 25% prognozowanego przez nas zysku netto i obniża naszą wycenę o 26,09 PLN na akcję. Uważamy, że premia, z jaką bank ING BSK jest obecnie notowany do spółek porównywalnych jest już adekwatna i nie widzimy dalszego potencjału wzrostu dla kursu akcji.

Millennium
Kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 5,89 PLN		Cena docelowa: 7,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02			
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 220,1	1 454,1	19,2%	1 368,0	-5,9%	1 480,7	8,2%	Liczba akcji (mln)	1 213,1
Marża odsetkowa	2,2%	2,5%		2,2%		2,2%		MC (cena bieżąca)	7 145,3
WNDB	2 080,1	2 308,4	11,0%	2 246,6	-2,7%	2 370,7	5,5%	Free float	50,0%
Wynik operacyjny*	916,8	1 104,2	20,4%	952,4	-13,7%	1 186,0	24,5%		
Zysk brutto	680,6	838,5	23,2%	696,8	-16,9%	894,2	28,3%		
Zysk netto	535,8	650,9	21,5%	555,4	-14,7%	544,9	-1,9%		
ROE	10,5%	11,7%		9,2%		8,3%		Zmiana ceny: 1m	12,2%
P/E	13,3	11,0		12,9		13,1		Zmiana ceny: 6m	-2,5%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-21,2%
DPS	0,0	0,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,6
Dyield (%)	0,0	3,7		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	8,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj oraz naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 7,00 PLN na akcję dla Banku Millennium. Kurs akcji Banku Millennium wzrósł o 11% w lutym i był jednym z najlepszych spośród polskiego sektora bankowego. Jednocześnie uważamy, że jedynym istotnym zagrożeniem dla banku pozostaje restrukturyzacja kredytów CHF. Jeżeli rząd bezkrytycznie przyjąłby projekt kancelarii Prezydenta RP, to w skrajnym przypadku Bank Millennium mógłby wykazać się znaczącym niedoborem kapitału do minimalnego poziomu wyznaczonego przez KNF dla CET 1 (10,25%).

Niemniej jednak uważamy, że restrukturyzacja zostanie odłożona w czasie ze względu na jej koszty budżetowe, a sam jej skutek powinien być znacznie złagodzony dla sektora. Uważamy, że pomimo znaczącego wzrostu kursu akcji w ostatnim miesiącu Bank Millennium nadal oferuje jeden z najlepszych potencjałów wzrostu wśród spółek porównywalnych. Obecnie bank notowany jest z dyskontem do własnej wartości księgowej pomimo wyższej od średniej rentowności kapitałów własnych i jednego z najwyższych w regionie wskaźników wypłacalności.

Pekao		Sprzedaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		156,70 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-03-04	
		Cena docelowa:		127,42 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	4 443,9	4 461,3	0,4%	4 166,6	-6,6%	4 563,0	9,5%	Liczba akcji (mln)	262,5
Marża odsetkowa	2,9%	2,7%		2,5%		2,6%		MC (cena bieżąca)	41 129,1
WNDB	7 475,6	7 284,9	-2,6%	6 993,5	-4,0%	7 248,2	3,6%	Free float	49,9%
Wynik operacyjny*	4 031,9	3 856,1	-4,4%	3 235,5	-16,1%	3 804,6	17,6%		
Zysk brutto	3 432,9	3 359,7	-2,1%	2 831,1	-15,7%	3 205,0	13,2%		
Zysk netto	2 784,8	2 714,7	-2,5%	2 292,5	-15,6%	2 057,5	-10,2%		
ROE	12,0%	11,4%		9,7%		8,8%		Zmiana ceny: 1m	14,0%
P/E	14,8	15,2		17,9		20,0		Zmiana ceny: 6m	-1,8%
P/BV	1,8	1,7		1,8		1,8		Zmiana ceny: 12m	-14,6%
DPS	8,4	10,0		10,0		8,4		Min (52 tyg.)	126,6
Dyield (%)	5,4	6,4		6,4		5,3		Max (52 tyg.)	196,0

*przed kosztami rezerw

Po wzroście kursu akcji o 5,3% od początku roku do marca obniżamy naszą rekomendację redukując do sprzedaj, jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 127,42 PLN na akcję. Uważamy, że utylizacja kapitału nadwyżkowego w Banku Pekao na ewentualne przejęcie może mieć krótkoterminowe negatywne konsekwencje dla banku w postaci: a) wyższego podatku bankowego (niższy kapitał Tier1, który jest odejmowany z bazy podatku); b) niższe ROA (przejmowane aktywa nierentowne do momentu osiągnięcia pełnych synergii kosztowych czyli ~3 lata); c) spadku kapitałów Tier 1, a w konsekwencji obniżenia dywidendy nawet o 50%

(minimalny TCR dla Pekao do wypłaty 100% zysku netto równy 16,85% wobec 17,7% zaraportowanego na koniec 2015 roku). Ponadto, oczekujemy, że po 16% spadku zysku netto Banku Pekao w 2015 r. wyniki zanotują dalszy spadek o 9,3% w 2016 r., aby zanotować nieznaczny poprawę na poziomie 2,6% dopiero w 2017 r. Finalnie uważamy że 29% i 34% premia, z jaką Bank Pekao jest notowany do polskiego sektora na lata 2016-17 jest zbyt wysoka szczególnie biorąc pod uwagę, że historycznie na wskaźniku 12M FWD P/E Bank Pekao notowany był jedynie z 13% premią do WIG Banków.

PKO BP		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		25,59 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		31,62 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	6 722,0	7 522,9	11,9%	7 024,7	-6,6%	7 919,9	12,7%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkowa	3,4%	3,4%		2,8%		3,0%		MC (cena bieżąca)	31 987,5
WNDB	11 178,1	11 494,8	2,8%	10 909,0	-5,1%	11 842,8	8,6%	Free float	68,6%
Wynik operacyjny*	6 084,3	5 901,4	-3,0%	4 563,9	-22,7%	6 082,8	33,3%		
Zysk brutto	4 044,5	4 034,6	-0,2%	3 084,7	-23,5%	4 458,9	44,5%		
Zysk netto	3 233,8	3 254,1	0,6%	2 498,0	-23,2%	2 873,2	15,0%		
ROE	13,0%	12,4%		8,7%		9,5%		Zmiana ceny: 1m	9,5%
P/E	9,9	9,8		12,8		11,1		Zmiana ceny: 6m	-13,0%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-25,5%
DPS	1,8	0,8		0,0		1,8		Min (52 tyg.)	22,5
Dyield (%)	7,0	2,9		0,0		6,9		Max (52 tyg.)	37,7

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla banku PKO BP oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 31,62 PLN na akcję. Uważamy, że fundamenty PKO BP prezentują się atrakcyjnie. Ostatni wzrost marży odsetkowej (+20p.b. w 3Q'15) oraz znaczące synergije kosztowe, jakie spółka ma osiągnąć w latach 2016-17 w znacznej części zamortyzują efekt podatku bankowego. Pomimo wprowadzenia podatku bankowego oczekujemy, iż zysk netto banku wzrośnie w 2016 r. o 15,0%, a w 2017 r. o 7,5%. Nasze

prognozy nie uwzględniają zysku jednorazowego z tytułu transakcji Visa Europe – Visa International, która według doniesień spółki może przynieść PKO dodatkowe 0,4-0,8 mld PLN. Jednocześnie widzimy poważne zagrożenie dla banku ze strony projektu ustawy CHF, która może pozbawić bank prawie całego kapitału CET1 ponad minimalny próg wyznaczony przez KNF. Niemniej jednak na chwilę obecną oceniamy szanse wejścia w życie ustawy restrukturyzacyjnej za niskie.

Komercni Banka
Akumuluj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 4 942 CZK		Data ostatniej aktualizacji: 2016-03-04					
		Cena docelowa: 5 428 CZK							
(mln CZK)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln CZK)	
Wynik odsetkowy	21 207,0	21 423,0	1,0%	20 456,0	-4,5%	20 900,6	2,2%	Liczba akcji (mln)	37,8
Marża odsetkowa	2,6%	2,4%		2,3%		2,2%		MC (cena bieżąca)	186 665,2
WNDB	30 894,0	30 676,0	-0,7%	30 131,0	-1,8%	30 436,0	1,0%	Free float	39,6%
Wynik operacyjny*	17 746,0	17 642,0	-0,6%	16 692,0	-5,4%	16 850,0	0,9%		
Zysk brutto	16 940,0	16 031,0	-5,4%	15 770,0	-1,6%	15 393,8	-2,4%		
Zysk netto	12 528,0	12 985,0	3,6%	12 759,0	-1,7%	12 177,4	-4,6%		
ROE	13,1%	13,7%		12,8%		11,4%		Zmiana ceny: 1m	-2,1%
P/E	14,9	14,4		14,6		15,3		Zmiana ceny: 6m	-9,3%
P/BV	2,0	1,9		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	-9,0%
DPS	230,0	230,0		310,0		310,0		Min (52 tyg.)	4 624,0
Dyield (%)	4,7	4,7		6,3		6,3		Max (52 tyg.)	5 667,0

*przed kosztami rezerw

Podwyższamy naszą rekomendację trzymaj do akumuluj dla Komercni Banka jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 5 428 CZK na akcję. Przez ostatni miesiąc kurs akcji spadł (w USD) o 8,0% ze względu na słabe wyniki za 4Q'15. Uważamy, iż Komercni Banka oferuje z jednej strony jedną z najwyższych dywidend w sektorze, ale z drugiej strony będzie musiało się zmagać z wymagającym środowiskiem operacyjnym, które negatywnie będzie oddziaływać również w 2016 roku (np. cięcie opłat interchange, prawdopodobne

ujemne środowisko stóp procentowych czy jednorazowa opłata na fundusz gwarancji depozytów). Ze względu na wyższą dywidendę uważamy, iż historyczne dyskonto, z jakim Komercni Banka było notowane do banków polskich powinno zniknąć, chociażby z uwagi na znacznie niższe ryzyko polityczne. Uważamy, że obecna przecena na KB stwarza okazję inwestycyjną i interesującą alternatywę dla Banku Pekao, który tak jak KB oferuje wysokie współczynniki wypłacalności oraz dywidendę przy znacznie wyższej wycenie.

Erste Bank
Kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 24,00 EUR		Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02					
		Cena docelowa: 32,34 EUR							
(mln EUR)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Wynik odsetkowy	4 685,0	4 495,2	-4,1%	4 444,7	-1,1%	4 520,4	1,7%	Liczba akcji (mln)	429,8
Marża odsetkowa	2,4%	2,3%		2,2%		2,2%		MC (cena bieżąca)	10 315,2
WNDB	6 710,3	6 697,3	-0,2%	6 584,0	-1,7%	6 719,7	2,1%	Free float	69,5%
Wynik operacyjny*	1 805,6	1 356,0	-24,9%	2 368,2	74,6%	2 863,2	20,9%		
Zysk brutto	31,2	-803,2		1 639,1		2 019,4	23,2%		
Zysk netto	-92,4	-1 442,0	1460,4%	968,2		1 150,3	18,8%		
ROE				9,3%		10,1%		Zmiana ceny: 1m	-4,1%
P/E				10,7		9,0		Zmiana ceny: 6m	-6,3%
P/BV	0,9	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	3,1%
DPS	0,4	0,2		0,0		0,6		Min (52 tyg.)	22,2
Dyield (%)	1,7	0,8		0,0		2,5		Max (52 tyg.)	29,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj dla Erste Banku jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 32,34 EUR na akcję. Przez ostatnie 12 miesięcy (do lutego) kurs Erste Banku spadł o 0,8% (w USD) wobec spadku indeksu MSCI EM Financials o 27,1%. Inwestorzy docenili poprawę rentowności Erste Banku w Rumunii oraz na rodzimym austriackim rynku, jak i również brak większych „niespodzianek” w wynikach nie licząc przewalutowania kredytów hipotecznych w Chorwacji (-144,9 mln EUR brutto) oraz odpisu w Rumunii w 4Q'15. Ze względu na zaksięgowanie jednorazowych strat w Chorwacji w 2015 roku oraz osiągnięcia BEP na

Węgrzech w 2016 roku, oczekujemy znaczącego wzrostu zysku netto w 2016 roku w grupie Erste na poziomie 14,4%. Nasza prognoza znajduje się w górnym przedziale prognozy zarządu, która zakłada ROTE w 2016 roku na poziomie 10-11%. Niemniej jednak uważamy, że ze względu na zdarzenia jednorazowe, które dotyczyły bank w przeszłości, obecne prognozy zarządu są dość konserwatywne szczególnie biorąc pod uwagę jednorazowy zysk z transakcji Visa. Uważamy, że inwestycja w walory Erste Banku w chwili obecnej prezentuje znacznie niższe ryzyko, niż w walory polskiego sektora bankowego.

RBI		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		12,79 EUR		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		17,14 EUR					
(mln EUR)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Wynik odsetkowy	3 728,9	3 788,9	1,6%	3 327,0	-12,2%	3 263,5	-1,9%	Liczba akcji (mln)	292,4
Marża odsetkowa	2,8%	3,0%		2,8%		2,9%		MC (cena bieżąca)	3 738,0
WNDB	5 323,4	4 762,4	-10,5%	4 877,0	2,4%	4 356,6	-10,7%	Free float	21,5%
Wynik operacyjny*	1 983,9	1 738,9	-12,3%	1 962,0	12,8%	1 623,3	-17,3%		
Zysk brutto	834,7	23,0	-97,2%	696,0	2930,2%	621,5	-10,7%		
Zysk netto	357,3	-598,5		383,0		269,8	-29,5%		
ROE	4,8%			4,9%		3,4%		Zmiana ceny: 1m	15,9%
P/E	7,0			9,8		13,9		Zmiana ceny: 6m	10,8%
P/BV	0,3	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	2,3%
DPS	1,2	1,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,2
Dyield (%)	9,2	8,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	15,7

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Raiffeisen Bank International (RBI) z ceną docelową na poziomie 17,14 EUR na akcję. Kurs akcji RBI przez ostatnie 3 miesiące spadł (w USD) aż o 15,8% i zachowywał się gorzej względem indeksu MSCI EME Financials (-8,2%). Odzwierciedla to negatywny sentyment inwestorów spowodowany głównie ekspozycją na Rosję oraz Ukrainę, których pogarszająca się sytuacja gospodarcza może mieć negatywne przełożenie również na bank. Niemniej jednak, perspektywy dla RBI są znacznie lepsze niż rok temu, sytuacja kapitałowa stabilna, a wyniki kwartalne banku niejednokrotnie pozytywnie zaskoczyły

inwestorów w 2015 roku. Z drugiej strony wyniki w 2016 roku znajdują się pod negatywnym wpływem restrukturyzacji, której większość kosztów została przesunięta z 2015 na 2016 rok. Dodatkowo koszty restrukturyzacji mogą wzrosnąć, jeżeli cena za polski oddział RBI znajdzie się znacząco poniżej jego wartości księgowej. Po przejściowym okresie, do którego również zaliczamy 2016 rok oczekujemy, że ROE RBI wzrośnie do 9% w 2017 roku. Jednocześnie zaznaczamy, że w przypadku dalszego pogorszenia się sytuacji gospodarczej w Rosji wyniki banku mogą ulec deterioracji.

OTP BANK		Akumuluj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		6 195 HUF		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		6 487 HUF					
(mld HUF)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mld HUF)	
Wynik odsetkowy	653,8	635,3	-2,8%	555,9	-12,5%	553,0	-0,5%	Liczba akcji (mln)	267,0
Marża odsetkowa	6,4%	6,0%		5,1%		5,2%		MC (cena bieżąca)	1 654,3
WNDB	874,6	828,6	-5,3%	759,0	-8,4%	763,6	0,6%	Free float	100,0%
Wynik operacyjny*	457,4	417,1	-8,8%	366,7	-12,1%	372,1	1,5%		
Zysk brutto	184,9	142,3	-23,0%	146,0	2,5%	222,1	52,2%		
Zysk netto	64,2	-102,0		63,6		173,7	173,2%		
ROE	4,3%			5,1%		13,2%		Zmiana ceny: 1m	3,4%
P/E	25,8			26,0		9,5		Zmiana ceny: 6m	13,5%
P/BV	1,1	1,3		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	48,2%
DPS	121,7	146,9		147,0		163,3		Min (52 tyg.)	4 179,0
Dyield (%)	2,0	2,4		2,4		2,6		Max (52 tyg.)	6 220,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację akumuluj dla OTP Banku oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 6 487 HUF na akcję. Pomimo znaczącego wzrostu kursu przez ostatnie 12 miesięcy do marca (+33,6% w USD wobec +23,3% indeksu BUX oraz -27,1% indeksu MSCI EME Financials), uważamy iż pełen potencjał OTP Banku nadal nie jest odzwierciedlony w wycenie rynkowej. Uważamy, iż

obecne dyskonto, z jakim OTP Bank jest notowany do spółek porównywalnych, powinno się dalej zwęzić ze względu na konserwatywny bilans banku (kredyty/depozyty 70%; Tier1 13%), coraz niższy podatek bankowy, brak znaczącej ekspozycji na CHF czy poprawiającą się sytuację gospodarek regionu CEE. Finalnie uważamy, iż średnie oczekiwania rynkowe na lata 2016-17 są obecnie na zbyt niskim poziomie.

Ubezpieczyciele

PZU		Kupuj								
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		34,60 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02
		Cena docelowa:		42,44 PLN						
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Składka brutto:	16 480,0	16 884,6	2,5%	18 025,1	6,8%	18 569,0	3,0%	Liczba akcji (mln)	863,5	
majątkowa	8 739,8	9 110,7	4,2%	10 125,6	11,1%	10 412,1	2,8%	MC (cena bieżąca)	29 877,9	
życiowa	7 745,1	7 807,7	0,8%	7 807,7	0,0%	7 948,1	1,8%	Free float	64,8%	
Wynik techniczny	19 062,5	19 513,7	2,4%	19 229,1	-1,5%	20 288,1	5,5%			
Zysk brutto	4 119,1	3 693,2	-10,3%	2 589,3	-29,9%	3 239,6	25,1%			
Zysk netto	3 294,9	2 967,6	-9,9%	2 081,2	-29,9%	2 350,6	12,9%			
ROE	24,1%	22,6%		17,2%		19,9%		Zmiana ceny: 1m	10,2%	
P/E	9,1	10,1		14,4		12,7		Zmiana ceny: 6m	-19,8%	
P/BV	2,3	2,3		2,7		2,4		Zmiana ceny: 12m	-27,2%	
DPS	3,8	3,4		2,4		2,7		Min (52 tyg.)	30,7	
Dywid (%)	11,0	9,9		7,0		7,9		Max (52 tyg.)	50,2	

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla PZU oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 42,44 PLN/akcję. Nasza wycena uwzględnia wprowadzenie specjalnego podatku finansowego. Przez ostatnie 12 miesięcy do marca kurs akcji PZU spadł o 30,2% wobec spadku indeksu WIG20 na poziomie 22,9%. Negatywny sentyment odzwierciedla obawy rynku odnośnie presji na przyszłe wyniki PZU (spadek wyniku inwestycyjnego, nowy podatek finansowy), inwestycje w sektor wydobywczy czy ryzyko polityczne (nawis akcji Skarbu Państwa oraz zmiana zarządu).

Niemniej jednak uważamy, że PZU charakteryzować będzie nadal wysoka dywidenda oraz nadwyżkowy kapitał. Ponadto, dzięki wysokiej rentowności aktywów specjalny podatek finansowy powinien stanowić jedynie około 10% zysku netto w 2016 oraz 2017 roku. Uważamy, że w odróżnieniu od sektora bankowego główne ryzyka dla PZU zmaterializowały się. Ze względu na ponadprzeciętne ROE, dywidendę oraz niską wrażliwość na podatek, PZU przedstawia się nadal jako atrakcyjna alternatywa dla sektora bankowego.

Usługi finansowe

Kruk		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		187,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-03-04	
		Cena docelowa:		185,12 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody ogółem	405,6	487,9	20,3%	588,8	20,7%	727,7	23,6%	Liczba akcji (mln)	17,1
Zakupy wierzytelności	355,7	442,4	24,4%	542,0	22,5%	679,2	25,3%	MC (cena bieżąca)	3 208,1
Inkaso	39,9	31,7	-20,5%	29,4	-7,3%	29,9	1,6%	Free float	87,0%
Marża pośrednia	222,9	293,9	31,9%	336,2	14,4%	414,4	23,3%		
Zysk brutto	98,5	152,8	55,2%	192,7	26,1%	248,1	28,7%		
Zysk netto	97,8	151,8	55,3%	191,7	26,3%	223,3	16,5%		
ROE	26,7%	30,3%		28,7%		25,9%		Zmiana ceny: 1m	13,4%
P/E	32,5	21,1		16,7		14,4		Zmiana ceny: 6m	10,5%
P/BV	7,7	5,5		4,3		3,3		Zmiana ceny: 12m	42,4%
DPS	0,0	0,0		1,5		0,0		Min (52 tyg.)	127,8
Dyield (%)	0,0	0,0		0,8		0,0		Max (52 tyg.)	191,3

Po wzroście kursu akcji w lutym o 7,3% obniżamy naszą rekomendację z akumuluj do trzymaj dla Kruka jednocześnie pozostawiając 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 185,12 PLN/akcję. Kruk pozostaje liderem na rynku wierzytelności w Polsce i Rumunii, a nabycie portfela wierzytelności od PRESCO oraz pierwsze zakupy na rynku niemieckim i włoskim powinny pozwolić spółce na podtrzymanie pozytywnej dynamiki wyników w latach kolejnych. Oczekujemy, iż dynamika zysku netto Kruka w kolejnych trzech latach

znacząco przewyższy dynamikę spółek porównywalnych jak i polskich banków. Niemniej jednak, Kruk na wskaźnikach P/E'16 14,2x oraz na P/E'17 12,2x notowany jest już z 19%-26% premią do międzynarodowej grupy porównawczej, która oferuje wyższy wskaźnik DY. Jednocześnie widzimy realne zagrożenie dla wyników Kruka wynikające z planowanego przez rząd uszczelnienia systemu podatkowego.

Prime Car Management		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		35,90 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		46,76 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody ogółem	557,0	552,1	-0,9%	540,9	-2,0%	576,3	6,5%	Liczba akcji (mln)	11,9
Koszty ogółem	-497,9	-476,2	-4,4%	-491,5	3,2%	-521,2	6,0%	MC (cena bieżąca)	427,5
Należności leasingowe	380,1	453,0	19,2%	575,3	27,0%	627,1	9,0%	Free float	40,0%
Zysk brutto	59,1	75,8	28,2%	49,4	-34,9%	55,1	11,5%		
Zysk netto	44,0	62,6	42,4%	38,8	-38,1%	43,2	11,5%		
ROE	9,9%	13,0%		8,0%		9,1%		Zmiana ceny: 1m	-1,3%
P/E	9,7	6,8		11,0		9,9		Zmiana ceny: 6m	-16,7%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-28,9%
DPS	0,4	2,2		5,3		3,3		Min (52 tyg.)	31,0
Dyield (%)	1,1	6,1		14,7		9,1		Max (52 tyg.)	52,0

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj na Prime Car Management (Grupa Masterlease) oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 46,76 PLN na akcję. Uważamy, że rynek jest zbyt sceptyczny na 2016 rok (nasze prognozy znajdują się 8% powyżej konsensusu), ale z drugiej strony zakłada zbyt stromą poprawę wyników w 2017 roku (nasze prognozy znajdują się 4% poniżej średnich oczekiwań

rynkowych). Niemniej jednak, na wskaźniku 2016P P/E 9,9x Grupa Masterlease notowana jest z 2,3% dyskontem do grupy porównawczej. Podtrzymujemy nasz pogląd, iż dyskonto do spółek porównywalnych nie jest zasadne ze względu na ponadprzeciętną dywidendę (dividend yield na poziomie 9%-11%), konserwatywny bilans (D/E na poziomie 1,7x) oraz bardzo silną pozycję na rynku lokalnym (#2).

Skarbiec Holding
Kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 31,80 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02					
		Cena docelowa: 42,20 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynagrodzenie stałe	68,6	108,2	57,8%	74,7	-31,0%	82,9	11,0%	Liczba akcji (mln)	6,8
Wynagrodzenie zmienne	24,6	24,0	-2,5%	2,0	-91,5%	11,0	440,9%	MC (cena bieżąca)	216,9
Przychody ogółem	101,3	143,8	41,9%	84,5	-41,2%	103,5	22,5%	Free float	25,4%
Koszty ogółem	-65,8	-102,6	56,1%	-65,9	-35,8%	-72,1	9,4%		
Zysk brutto	36,1	40,9	13,1%	18,8	-54,0%	32,1	70,6%		
Zysk netto	28,9	32,3	11,6%	15,2	-52,8%	26,0	70,6%		
ROE	35,4%	33,8%		16,1%		27,2%		Zmiana ceny: 1m	18,2%
P/E	7,5	6,7		14,2		8,3		Zmiana ceny: 6m	-11,6%
P/BV	2,3	2,2		2,4		2,2		Zmiana ceny: 12m	-22,1%
DPS	1,0	2,8		3,1		2,9		Min (52 tyg.)	25,0
Dyield (%)	3,1	8,8		9,9		9,2		Max (52 tyg.)	50,3

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj oraz naszą 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 42,20 PLN/akcję. Skarbiec Holding (Skarbiec) jest akcjonariuszem wiodącego towarzystwa funduszy inwestycyjnych – Skarbiec TFI. Na koniec 4Q'15 roku wielkość aktywów pod zarządzaniem (AUM) Skarbiec TFI plasowała Grupę na 5. miejscu na rynku TFI. Skarbiec TFI charakteryzuje dobrze zdywersyfikowana struktura detalicznych AUM, szeroka sieć dystrybucyjna oraz wysoka dochodowość wspierana przez opłatę zmienną. Oczekujemy, iż Skarbiec dążyć będzie do zmiany struktury AUM w kierunku

produktów wysokomarżowych, co pozytywnie przełoży się na wynik finansowy, szczególnie w środowisku oczekiwanej przez nas presji na marżę. Niemniej jednak, prognozujemy że w obecnym roku wysokomarżowe aktywa skurczą się ze względu na zawirowania na rynkach kapitałowych. Na wskaźniku 2017 P/E 7,2x Skarbiec Holding notowany jest ze znaczącym dyskontem do rynkowej oraz polskiej średniej. Uważamy, iż pewne dyskonto jest zasadne ze względu na strukturę przychodów w dużej mierze zależnej od success fee, ale obecny poziom dyskonta jest zbyt wysoki.

Paliwa, chemia

Ciech		Trzymaj								
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		73,65 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02		
		Cena docelowa:		77,20 PLN						
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Przychody	3 501,0	3 243,9	-7,3%	3 248,6	0,1%	3 554,7	9,4%	Liczba akcji (mln)		52,7
EBITDA	356,3	524,8	47,3%	735,4	40,1%	833,7	13,4%	MC (cena bieżąca)		3 881,3
marża EBITDA	10,2%	16,2%		22,6%		23,5%		EV (cena bieżąca)		5 130,8
EBIT	139,7	320,3	129,2%	519,5	62,2%	590,1	13,6%	Free float		48,8%
Zysk netto	49,4	167,1	238,0%	291,4	74,4%	441,2	51,4%			
P/E	78,5	23,2		13,3		8,8		Zmiana ceny: 1m		-7,9%
P/CE	14,6	10,4		7,7		5,7		Zmiana ceny: 6m		2,6%
P/BV	4,3	3,9		3,0		2,2		Zmiana ceny: 12m		36,4%
EV/EBITDA	14,2	9,6		7,0		5,9		Min (52 tyg.)		52,6
Dywidenda (%)	0,0	1,5		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		87,5

Od początku roku Ciech stracił już ponad 15% kapitalizacji, co częściowo można wiązać z pogorszeniem politycznego otoczenia dla spółki w kontekście podnoszonych przez nowy rząd zarzutów o nieprawidłowości przy prywatyzacji (na razie trudno sobie jednak wyobrazić jakieś realne negatywne implikacje dla Ciechu z tego tytułu). Tegoroczna poprawa wyników nie jest zagrożona, szczególnie że mocne spadki cen gazu na początku roku będą dodatkowym wsparciem dla rentowności fabryki w Niemczech. Niemniej jednak pojawiają się coraz wyraźniejsze sygnały, iż kolejny rok będzie dla Ciechu trudniejszy. Ostatnie miesięczne odczyty danych celnych z Chin wskazują na utrzymanie 20% wzrostu

eksportu sody r/r, która wywiera coraz większą presję na ceny w Azji. W Europie jeszcze nie jest to w pełni widoczne, ale jeśli zgodnie z harmonogramem Eti Soda uruchomi dodatkowe 0,5 mln ton mocy wytwórczych pod koniec roku, to siła negocjacyjna przesunie się na stronę kupujących. W tym kontekście nieuniknione będą spadki cen sody w roku 2017. Dodatkowym problemem dla spółki może być zakładane przez nas odbicie na rynku surowcowym, które obciąży stronę kosztową (w ubiegłym roku niższe koszty węgla i gazu poprawiły EBITDA o 40 mln PLN). Utrzymujemy neutralną rekomendację i uważamy, że ostatnie spadki nie stanowią okazji do kupna.

Grupa Azoty		Trzymaj								
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		93,72 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02		
		Cena docelowa:		100,20 PLN						
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Przychody	9 821,0	9 898,5	0,8%	9 903,5	0,1%	9 920,4	0,2%	Liczba akcji (mln)		99,2
EBITDA	1 246,0	822,4	-34,0%	1 198,4	45,7%	1 487,6	24,1%	MC (cena bieżąca)		9 296,6
marża EBITDA	12,7%	8,3%		12,1%		15,0%		EV (cena bieżąca)		10 430,8
EBIT	697,9	302,2	-56,7%	724,9	139,9%	1 001,7	38,2%	Free float		22,7%
Zysk netto	639,0	231,4	-63,8%	534,1	130,9%	746,1	39,7%			
P/E	14,5	40,2		17,4		12,5		Zmiana ceny: 1m		-6,1%
P/CE	7,8	12,4		9,2		7,5		Zmiana ceny: 6m		3,9%
P/BV	1,7	1,6		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m		14,3%
EV/EBITDA	8,3	12,7		8,7		7,0		Max (52 tyg.)		74,0
Dywidenda (%)	1,8	0,4		0,0		0,0		Min (52 tyg.)		111,5

W 2016 roku Grupa Azoty w dalszym ciągu korzystać będzie z niższych zakupowych cen gazu ziemnego, które według naszych szacunków będą o 22% r/r niższe (480 mln PLN oszczędności dla całej Grupy). Dzięki dużej koncentracji spółek azotowych na rynku lokalnym (2 duże podmioty produkcyjne) ceny nawozów sztucznych w Polsce są bardziej stabilne niż na rynkach światowych. Oczekujemy, że mimo spadku cen gazu, ceny nawozów w kraju w 2016 roku pozostaną na nieznacznie niższym r/r poziomie (średnia -2,6% r/r). W rezultacie oczekujemy, że wynik EBITDA w segmencie nawozów wzrośnie w

2016 roku o 24,6%, a całej Grupy o 22,7%. Mimo dobrej struktury bilansu Zarząd Grupy ze względów politycznych (obecność Acron w akcjonariacie) naszym zdaniem nie będzie chętny do wypłaty dywidendy z zysku w 2016 i 2017 roku. Mimo oczekiwanej poprawy wyników w kolejnych latach uważamy, że spadek cen gazu w 2016 roku jest już odzwierciedlony w notowaniach spółki. W 4Q'15 (publikacja 11 marca) oczekujemy, że EBITDA Grupy wzrośnie o 10,2% r/r, a wynik netto 8% r/r. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Grupy Azoty.

Lotos
Akumuluj

Analityk: Kamil Kliszcz	Cena bieżąca:	26,40 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02			
	Cena docelowa:	29,20 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	28 559,2	28 501,9	-0,2%	22 709,4	-20,3%	21 009,6	-7,5%	Liczba akcji (mln)	184,9
EBITDA	809,1	-584,1		1 138,0		2 149,2	88,9%	MC (cena bieżąca)	4 880,7
marża EBITDA	2,8%	-2,0%		5,0%		10,2%		EV (cena bieżąca)	10 581,8
EBIT	166,6	-1 393,0		423,4		1 155,4	172,9%	Free float	46,8%
Zysk netto	39,4	-1 466,3		-263,3	-82,0%	639,7			
P/E	87,0					7,6		Zmiana ceny: 1m	4,1%
P/CE	5,0			10,8		3,0		Zmiana ceny: 6m	-9,6%
P/BV	0,4	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	0,0%
EV/EBITDA	11,3			9,3		4,8		Min (52 tyg.)	24,1
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	33,2

Ekspozycja Lotosu na bieżące trendy makro jest dość złożona, co zapewne utrudnia wyklarowanie się jasnego trendu na kursie spółki. Z jednej strony koncern korzysta na wzroście cen ropy poprzez segment wydobywczy (każde dodatkowe 10 USD na baryłce oznacza wzrost EBITDA o 160 mln PLN, a jeśli założymy, że europejskie ceny gazu odzwierciedlą notowania ropy 1:1, to ta wrażliwość rośnie do 320 mln PLN), ale traci na spadku rentowności w rafinerii (10 USD droższa ropa implikuje zwiększenie kosztów energetycznych o 150 mln PLN). Podobnie jest w przypadku wzrostu kursu USD/PLN, który poprawia wyniki EBITDA, ale jednocześnie zwiększa zadłużenie netto (efekt przeczacowań). W naszym scenariuszu odbicia cen ropy powyżej 50 USD/Bbl spółka

prezentuje się jednak atrakcyjnie, szczególnie na tle lokalnego rywala, którego wycena fundamentalna ma jednoznacznie negatywną korelację z ceną surowca. Przy takich założeniach rośnie też wartość zapasów obowiązkowych, które będą możliwe do zbycia w perspektywie 2017 roku. Zwracamy również uwagę, że konsensus rynkowy nie uwzględnił jeszcze w pełni konsolidacji zysków z przejętych aktywów wydobywczych w Norwegii, które mogą dołożyć do EBITDA ponad 0,3 mld PLN. Uważamy, że przy kontynuacji obecnych tendencji w notowaniach ropy Lotos będzie coraz lepiej postrzegany przez rynek i dlatego utrzymujemy rekomendację akumuluj. W krótkim terminie wsparciem powinny być ogłoszone właśnie mocne wyniki 4Q.

MOL
Kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz	Cena bieżąca:	207,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02			
	Cena docelowa:	236,75 PLN							
(mld HUF)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	5 400,4	4 869,4	-9,8%	4 102,6	-15,7%	3 706,0	-9,7%	Liczba akcji (mln)	104,5
EBITDA	521,1	409,0	-21,5%	647,5	58,3%	603,8	-6,7%	MC (cena bieżąca)	21 687,7
marża EBITDA	9,6%	8,4%		15,8%		16,3%		EV (cena bieżąca)	34 402,5
EBIT	-18,6	40,9		-216,0		257,1		Free float	31,3%
Zysk netto	21,9	4,8	-77,9%	-256,6		146,5			
P/E	70,8	320,7				10,6		Zmiana ceny: 1m	8,7%
P/CE	2,8	4,2		2,6		3,1		Zmiana ceny: 6m	12,3%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	28,1%
EV/EBITDA	4,7	6,2		3,8		4,0		Min (52 tyg.)	159,3
Dyield (%)	2,5	3,2		3,2		3,5		Max (52 tyg.)	207,5

Kurs MOL-a w ostatnich tygodniach niespecjalnie reagował na odbicie na rynku ropy, co mogło wynikać z obaw inwestorów o wysokie odpisy w raporcie rocznym. Ostatecznie publikacja wyników okazała się pozytywnym katalizatorem, mimo tego, że skala aktualizacji aktywów zaskoczyła in minus. Oczyszczone wyniki potwierdziły, że spółka jest w stanie w pełni spieniężać korzystne warunki makro, a priorytetem Zarządu jest generowanie gotówki (duża elastyczność jeśli chodzi o plany capex, czego dowodem jest deklaracja obniżenia tegorocznych nakładów do 1,3 mld USD). Dług netto wynosi obecnie tylko 0,7-krotność skorygowanego strumienia EBITDA, a po zapowiedzianym wykupie papierów wartościowych Magnolii wzrośnie tylko do 1,0x (uważamy, że ostatecznie Zarząd zdecyduje się ponownie „zaparkować” ten pakiet, ale przy niższych

kosztach finansowania), co stwarza bardzo komfortowe warunki do wypłaty dywidendy. Zwracamy uwagę, że przy naszych założeniach makro (powrót średnioterminowych poziomów marż w przerobie i wzrost cen ropy) MOL powinien generować wysokie stabilne przepływy pieniężne (FCF/EV 2016-18=13%). Stabilny profil organicznego FCF na przestrzeni ostatnich lat, mimo dużej zmienności otoczenia makro, powinien naszym zdaniem implikować premię w wycenie spółki na tle grupy porównawczej, a tymczasem koncern jest wyceniany z istotnym dyskontem. Powinno być to brane pod uwagę przez inwestorów szczególnie w kontekście ostatnich mocnych spadków marż rafineryjnych, które mogą ze znacznie większą siłą uderzyć w rentowność znacznie wyżej wycenianego Orlenu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

PGNiG		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		5,02 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		5,30 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	32 044,0	34 304,0	7,1%	36 464,0	6,3%	32 578,7	-10,7%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	5 612,0	6 345,0	13,1%	6 080,0	-4,2%	5 732,8	-5,7%	MC (cena bieżąca)	29 618,0
marża EBITDA	17,5%	18,5%		16,7%		17,6%		EV (cena bieżąca)	29 766,0
EBIT	3 149,0	3 843,0	22,0%	3 290,0	-14,4%	2 978,6	-9,5%	Free float	27,6%
Zysk netto	1 918,0	2 823,0	47,2%	2 134,0	-24,4%	2 093,9	-1,9%		
P/E	15,4	10,5		13,9		14,1		Zmiana ceny: 1m	0,8%
P/CE	6,8	5,6		6,0		6,1		Zmiana ceny: 6m	-21,2%
P/BV	1,0	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-0,6%
EV/EBITDA	6,1	5,1		4,9		5,7		Min (52 tyg.)	4,5
Dyyield (%)	2,6	3,0		4,0		6,7		Max (52 tyg.)	7,0

W ubiegłym roku przez długi czas utrzymywał się bardzo pozytywny sentyment do akcji PGNiG, co było pochodną zaskakująco dobrych wyników na handlu gazem. Zgodnie z naszymi przewidywaniami, teza o trwałości marż w obrocie okazała się jednak błędna i po wynikach 3Q notowania koncernu załamały się i ostatecznie stopa zwrotu zamknęła się na poziomie +19%. Negatywne tendencje na kursie koncernu w ostatnich miesiącach, obok spadającej rentowności na handlu, odzwierciedlają też obawy inwestorów o wyniki segmentu wydobywczego wobec bardzo niskich

cen ropy. Konsensus prognoz rzeczywiście wymaga jeszcze korekty, ale naszym zdaniem wycena spółki zdyskontowała już te ryzyka i możliwe są pozytywne zaskoczenia, nie tylko jeśli chodzi o parametry makro (odbicie cen ropy i gazu), ale także skalę spadku zysków w obrocie (korzystna taryfa, kolejne przesunięcia w zniesieniu regulacji). Dodatkowym atutem PGNiG powinna być wysoka stopa dywidendy (mocny bilans, 72% udział MSP), która może osiągnąć prawie 7%. Przy obecnym kursie utrzymujemy jednak neutralną rekomendację.

PKN Orlen		Redukuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		64,73 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-03-04	
		Cena docelowa:		60,40 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	113 597,0	106 832,0	-6,0%	88 336,0	-17,3%	83 552,1	-5,4%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	2 418,0	-2 720,0		6 235,0		7 559,0	21,2%	MC (cena bieżąca)	27 685,6
marża EBITDA	2,1%	-2,5%		7,1%		9,0%		EV (cena bieżąca)	36 566,6
EBIT	307,0	-4 711,0		4 340,0		5 356,1	23,4%	Free float	72,5%
Zysk netto	176,0	-5 811,0		2 837,0		3 792,5	33,7%		
P/E	157,3			9,8		7,3		Zmiana ceny: 1m	10,4%
P/CE	12,1			5,9		4,6		Zmiana ceny: 6m	-11,9%
P/BV	1,1	1,5		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	16,8%
EV/EBITDA	15,0			5,9		4,7		Min (52 tyg.)	52,7
Dyyield (%)	2,3	2,2		2,5		3,6		Max (52 tyg.)	85,3

Marża rafineryjna w lutym spadła w okolice 2 USD/baryłkę z ponad 5 USD notowanych w styczniu. W ostatnim tygodniu benchmark obniżył się nawet do poziomu 1 USD, co jest pochodną rosnącej ceny ropy (koszty zużyć własnych i spadek marży na ciężkim oleju opałowym) oraz nadpodaży na rynku paliwowym (utrzymujące się wysokie zapasy diesla oraz mocny przyrost rezerw benzyny w USA) spowodowanej spowolnieniem wzrostu popytu (wygaszenie efektu elastyczności cenowej popytu) i dodatkowymi wolumenami eksportowymi z Chin. W naszym scenariuszu dalszych wzrostów cen surowca te tendencje na rentowności przerobu mogą się utrwalić, co na pewno nie jest dzisiaj uwzględnione w konsensusie. Dodatkowo na drożejącej ropie zaczyna coraz bardziej cierpieć segment petrochemiczny, gdzie w ubiegłym roku nie przeniesiono na klientów

znacznego spadku cen wsadu. W tym kontekście spadek oczyszczonego strumienia EBITDA z rekordowych 10 mld PLN w roku 2015 może być bardzo dotkliwy (ubytek nie tylko ze względu na słabsze makro, ale także utylizację mocy w Możejkach), a przypominamy, że średnia EBITDA LIFO koncernu w latach 2008-14 to zaledwie 4 mld PLN. Dodatkowo zwracamy uwagę na niewycenione obecnie ryzyko polityczne, jakie wiąże się ze zmianami w Zarządzie i zapowiedzianymi przez MSP zmianami w podejściu do zarządzania spółkami kontrolowanymi przez Państwo (zmiana strategii, nowe inwestycje, zagrożenie dla dywidendy, rozliczanie Zarządu z realizacji polityki gospodarczej rządu). Po ostatnich wzrostach kursu akcji obniżamy więc rekomendację z trzymaj do redukuj.

Polwax
Kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz	Cena bieżąca: 16,90 PLN		Cena docelowa: 24,30 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Przychody	241,1	258,2	7,1%	280,7	8,7%	282,0	0,5%	Liczba akcji (mln)		10,2
EBITDA	27,5	30,8	11,7%	34,2	11,3%	34,9	1,9%	MC (cena bieżąca)		171,8
marża EBITDA	11,4%	11,9%		12,2%		12,4%		EV (cena bieżąca)		201,9
EBIT	24,9	27,7	11,3%	29,9	8,1%	30,6	2,1%	Free float		51,3%
Zysk netto	20,0	22,4	12,2%	23,8	6,3%	24,5	2,7%			
P/E	8,5	7,6		7,2		7,1		Zmiana ceny: 1m		6,4%
P/CE	7,5	6,7		6,1		6,0		Zmiana ceny: 6m		2,4%
P/BV	3,2	2,6		2,2		1,9		Zmiana ceny: 12m		-13,7%
EV/EBITDA	8,5	6,8		5,9		5,8		Min (52 tyg.)		14,0
Dyyield (%)	2,4	5,9		7,2		6,9		Max (52 tyg.)		19,6

Kurs Polwaxu ma za sobą bardzo dobry początek roku, co oczywiście należy łączyć z ogłoszonymi wynikami za 4Q'15. Potwierdziły one pozytywne tendencje wolumenowe w podstawowym biznesie parafin zniczowych widoczne już w 3Q, co sugeruje, że presja konkurencyjna ze strony substytutów (olej palmowy, tłuszcze zwierzęce) obniżająca rentowność w pierwszym półroczu, wyraźnie zelżała. Przemawia za tym również fakt, że w 4Q'15 pierwszy raz od 4 kwartałów wzrosła jednostkowa cena na tonę produktu w tej kategorii. Spółka utrzymuje też dynamikę wzrostu sprzedaży produktów dedykowanych do przemysłu (w całym roku +17%), co w średnim terminie stanowi wzrostowy komponent w profilu inwestycyjnym Polwaxu. Warto odnotować dużą aktywność w tym obszarze jeśli chodzi o rozszerzanie portfolio produktowego i wchodzenie na nowe rynki, czego efektem są zarówno zmiany

wolumenowe jak i wzrost średniej ceny sprzedaży. Spółka w 2015 roku potwierdziła zdolność do generowania znacznych przepływów pieniężnych (prawie 32 mln PLN z działalności operacyjnej, co stanowi 93% EBITDA), które mimo zwiększonych nakładów inwestycyjnych (prawie 10 mln PLN) i wypłaconej wyższej dywidendy pozwoliły na obniżenie długu netto do 0,9x EBITDA. W tym kontekście podtrzymujemy naszą opinię, że nawet w scenariuszu realizacji projektu Future, Polwax powinien być w stanie wypłacać satysfakcjonującą dywidendę (0,93 PLN/akcję średnio w 2016-19). Dodatkowo prezentacja bardziej szczegółowych założeń dla tej inwestycji w momencie podejmowania decyzji o jej rozpoczęciu może okazać się pozytywnym katalizatorem, gdyż wstępne szacunki przedstawione w ubiegłym roku były bardzo obiecujące. Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Synthos
Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca: 4,11 PLN		Cena docelowa: 3,79 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Przychody	5 359,3	4 618,8	-13,8%	4 059,0	-12,1%	4 300,4	5,9%	Liczba akcji (mln)		1 323,3
EBITDA	605,3	635,8	5,0%	618,3	-2,7%	649,4	5,0%	MC (cena bieżąca)		5 438,6
marża EBITDA	11,3%	13,8%		15,2%		15,1%		EV (cena bieżąca)		6 262,2
EBIT	453,0	479,6	5,9%	452,1	-5,7%	478,7	5,9%	Free float		37,5%
Zysk netto	416,9	356,9	-14,4%	426,2	19,4%	363,4	-14,7%			
P/E	13,0	15,2		12,8		15,0		Zmiana ceny: 1m		5,4%
P/CE	9,6	10,6		9,2		10,2		Zmiana ceny: 6m		9,6%
P/BV	2,4	2,4		2,4		2,4		Zmiana ceny: 12m		-5,9%
EV/EBITDA	9,9	9,7		10,1		10,0		Min (52 tyg.)		3,3
Dyyield (%)	18,5	7,6		6,1		6,1		Max (52 tyg.)		4,9

Słabe perspektywy gospodarek rozwijających się, w tym Chin oraz Brazylii, negatywnie przekładają się na popyt na kauczuki syntetyczne. Negatywnym czynnikiem jest również deprecjacja walut Indonezji, Malezji i Tajlandii, które dostarczają około 70% światowej produkcji kauczuków naturalnych. Konkurencja cenowa kauczuków naturalnych będzie naszym zdaniem w 2016 roku głównym czynnikiem wpływającym na marżę na produkcji kauczuków syntetycznych. Dodatkowo w Grupie Synthos negatywnie na wyniki wpływa przerwa w dostawach butadienu z rafinerii w Litwinowie (wyższe koszty zakupu surowca z zewnątrz). Ponownie uruchomienie instalacji planowane jest na lipiec 2016 roku (na 60%) i w październiku 2016 roku ma osiągnąć sprawność na poziomie 100%. Według naszych szacunków, mimo

zwiększenia mocy produkcyjnych w Grupie Synthos w 2016 roku o 22% (otwarcie instalacji SSBR), spółce nie uda się znacząco poprawić wyników finansowych w kolejnym roku. Pomimo trudnego otoczenia wysoki (700 mln PLN) oczekiwany przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 2015 roku (w efekcie spadku cen surowców) oraz sprzedaż akcji ECHO naszym zdaniem powinien pozwolić spółce na wypłatę dywidendy na poziomie 0,25 PLN/akcja (6,3% Dyield'16). Oczekujemy, że Zarząd ogłosi proponowany poziom dywidendy przy okazji wyników za 2015 rok. Bardzo prawdopodobne natomiast, że Synthos 18 marca opuści skład indeksu WIG20 przy najbliższej rewizji. Podtrzymujemy neutralną rekomendację dla spółki Synthos.

Energetyka

CEZ		Kupuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		60,41 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		86,30 PLN					
(mln CZK)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	216 988,0	200 657,0	-7,5%	197 553,2	-1,5%	201 838,2	2,2%	Liczba akcji (mln)	538,0
EBITDA	73 592,0	64 651,0	-12,1%	64 841,7	0,3%	62 398,8	-3,8%	MC (cena bieżąca)	32 500,0
marża EBITDA	33,9%	32,2%		32,8%		30,9%		EV (cena bieżąca)	56 093,0
EBIT	45 690,0	36 946,0	-19,1%	34 055,4	-7,8%	33 092,2	-2,8%	Free float	29,5%
Zysk netto	35 886,0	22 403,0	-37,6%	25 340,5	13,1%	20 868,3	-17,6%		
P/E	5,6	9,0		8,0		9,7		Zmiana ceny: 1m	-5,6%
P/CE	3,2	4,0		3,6		4,0		Zmiana ceny: 6m	-30,0%
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-36,8%
EV/EBITDA	5,2	5,7		5,4		5,6		Min (52 tyg.)	58,2
Dyyield (%)	10,6	10,5		10,6		10,6		Max (52 tyg.)	96,6

Kurs akcji CEZ znajduje się od początku roku pod presją z uwagi na mocne spadki cen energii na rynku niemieckim (bardzo wysoka długoterminowa korelacja). Łagodna zima i wysokie stany zapasów pograżyły notowania gazu, co spowodowało zmiany w strukturze merit order (awans źródeł gazowych o niższej emisji) i wywołało przecenę uprawnień CO₂. Z punktu widzenia CEZ, który jest zintegrowany pionowo i ma relatywnie niski wskaźnik emisji jest to oczywiście mocno niekorzystne. Przypominamy, że średnia cena sprzedaży energii zabezpieczona na ten rok to 35 EUR/MWh, co w zestawieniu z aktualnymi notowaniami (21,5 EUR/MWh) pokazuje potencjalną skalę pogorszenia wyników na generacji po wygaśnięciu kontraktów terminowych zawieranych w

poprzednich latach (każde 10 EUR/MWh to około 15 mld CZK mniej na EBITDA). W naszych założeniach średnioterminowych zakładamy jednak odbicie cen energii na EEX, które powinno być pochodną wzrostów cen ropy. W takim scenariuszu dyskontowanie spotowych niskich cen w wycenie koncernu nie jest uzasadnione, szczególnie że ze względu na aktualny portfel hedgingowy nie widzimy zagrożeń dla rynkowych prognoz na lata 2016-17. Wsparciem dla notowań powinna być też wysoka dywidenda. Implikowany dyield przekracza obecnie 10%, co historycznie jest poziomem rekordowym. W tym kontekście utrzymujemy naszą rekomendację kupuj i rekomendujemy wykorzystywanie ostatnich spadków kursu do budowania pozycji.

Enea		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		11,36 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		12,40 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	9 150,5	9 855,4	7,7%	10 188,2	3,4%	10 670,7	4,7%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	1 667,6	1 914,9	14,8%	2 074,4	8,3%	2 148,5	3,6%	MC (cena bieżąca)	5 014,8
marża EBITDA	18,2%	19,4%		20,4%		20,1%		EV (cena bieżąca)	10 062,2
EBIT	905,9	1 186,5	31,0%	1 262,1	6,4%	992,1	-21,4%	Free float	48,5%
Zysk netto	722,5	908,3	25,7%	991,6	9,2%	637,5	-35,7%		
P/E	6,9	5,5		5,1		7,9		Zmiana ceny: 1m	3,3%
P/CE	3,4	3,1		2,8		2,8		Zmiana ceny: 6m	-14,4%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-30,5%
EV/EBITDA	2,4	3,1		4,9		5,3		Min (52 tyg.)	9,9
Dyyield (%)	3,2	5,0		4,1		4,9		Max (52 tyg.)	17,1

Kurs akcji spółki po mocnych spadkach w roku ubiegłym, od początku stycznia zachowuje się dość stabilnie, co może dawać złudne wrażenie, że ostatnie deklaracje rządu na temat realizacji polityki gospodarczej rządu przez spółki kontrolowane przez MSP, pomysły pozostawienia większej części zysków w spółkach energetycznych na inwestycje czy zaangażowanie sektora w górnictwo Enei nie dotyczą. Częściowo może to także wynikać z faktu, że nowy Zarząd dopiero się ukonstytuował i jeszcze nie przedstawił żadnego oficjalnego stanowiska na temat kierunków strategii (inwestycje, synergie po przejęciu Bogdanki, potencjalne akwizycje aktywów zagranicznych koncernów zlokalizowanych w Polsce). Tymczasem naszym zdaniem spółka może brać czynny udział w procesie dokapitalizowania Katowickiego

Holdingu Węglowego (potwierdzają to ostatnie wypowiedzi ministra skarbu, a ostatnie wydarzenia w KW sugerują, że restrukturyzacja będzie realizowana na warunkach bliższych oczekiwaniom związkowców), a dodatkowo musi „szukać popytu” na swój węgiel, którego po przejęciu LWB ma więcej niż potrzebuje w swoich elektrowniach. W przypadku zaangażowania w KHW bardzo realne jest zaangażowanie Enei w projekt budowy bloku w Ostrołęce, co na pewno nie jest jeszcze uwzględnione w modelach analityków. Oznaczałoby to konieczność rewizji założeń dywidendowych. W tym kontekście do czasu wyjaśnienia tych wątpliwości utrzymujemy neutralną rekomendację dla spółki mimo potencjału wzrostowego wynikającego z naszej wyceny.

Energa
Kupuj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 13,11 PLN		Cena docelowa: 15,20 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-03-04			
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	11 429,2	10 590,6	-7,3%	10 629,8	0,4%	10 376,5	-2,4%	Liczba akcji (mln)	414,1
EBITDA	1 965,5	2 307,0	17,4%	2 200,3	-4,6%	2 026,4	-7,9%	MC (cena bieżąca)	5 428,4
marża EBITDA	17,2%	21,8%		20,7%		19,5%		EV (cena bieżąca)	9 436,7
EBIT	1 194,8	1 446,2	21,0%	1 319,2	-8,8%	1 106,8	-16,1%	Free float	50,0%
Zysk netto	764,0	982,1	28,6%	867,8	-11,6%	678,3	-21,8%		
P/E	7,1	5,5		6,3		8,0		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/CE	3,5	2,9		3,1		3,4		Zmiana ceny: 6m	-31,1%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-42,8%
EV/EBITDA	4,3	3,7		4,3		5,1		Min (52 tyg.)	11,0
Dywid (%)	9,2	7,6		11,0		7,4		Max (52 tyg.)	27,0

Akcje Energi po bardzo słabym roku 2015, od stycznia zachowują się lepiej od indeksu sektorowego (5 punktów procentowych) i szerokiego rynku, co wpisuje się w naszą pozytywną rekomendację dla tej spółki. Przypominamy, że rynek zdążył już w pełni zdyskontować obniżenie rentowności w dystrybucji i scenariusz odmrożenia inwestycji w Ostrołęce (w realnym wariantcie JV 50:50). Implikowana przez naszą konserwatywną prognozę DPS (0,97 PLN/akcję) stopa dywidendy (7,5%) wskazuje, że inwestorzy zakładają większą redukcję wypłaty, a przypominamy, że punktem odniesienia wynikającym z bieżącej polityki dywidendowej jest 1,2 PLN/akcję. Naszym zdaniem jest bardzo prawdopodobne, że w aktualizacji

strategii przygotowywanej obecnie przez nowy Zarząd nie będzie jednoznacznego powrotu do budowy bloku w Ostrołęce i decyzja będzie zsynchronizowana ze wsparciem w postaci mechanizmów mocowych (tak wynika z ostatnich wywiadów Prezesa, w których koncentrował się przede wszystkim na inwestycjach w źródła kogeneracyjne), co powinno przesunąć w modelach wydatki na ten projekt nawet o 2 lata. W takim scenariuszu sentyment do Energi powinien się znacząco poprawić i ponownie może się ona stać preferowaną spółką w ramach sektora, wolną od większych trudnych do skwantyfikowania ryzyk politycznych. W tym kontekście po ostatnich spadkach kursu podnosimy zalecenie z akumuluj na kupuj.

PGE
Trzymaj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 13,04 PLN		Cena docelowa: 14,60 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02			
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	30 145,0	28 137,0	-6,7%	28 542,0	1,4%	29 448,8	3,2%	Liczba akcji (mln)	1 869,8
EBITDA	7 829,0	8 120,0	3,7%	8 228,0	1,3%	6 998,3	-14,9%	MC (cena bieżąca)	24 382,0
marża EBITDA	26,0%	28,9%		28,8%		23,8%		EV (cena bieżąca)	27 121,6
EBIT	4 847,0	5 096,0	5,1%	-3 589,0		4 238,7		Free float	38,1%
Zysk netto	3 948,0	3 638,0	-7,9%	-3 032,0		3 281,3			
P/E	6,2	6,7				7,4		Zmiana ceny: 1m	-5,2%
P/CE	3,5	3,7		2,8		4,0		Zmiana ceny: 6m	-13,6%
P/BV	0,6	0,5		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-34,9%
EV/EBITDA	2,7	2,9		3,3		4,3		Min (52 tyg.)	11,8
Dywid (%)	6,6	8,5		6,0		6,1		Max (52 tyg.)	21,4

PGE pozostaje naszym zdaniem spółką o największym komponente ryzyka politycznego z uwagi na zaangażowanie w proces restrukturyzacji KW (po ostatniej zmianie na stanowisku Prezesa Kompanii rośnie ryzyko pójścia scenariuszem bliższym postulatowi związkowemu) i największy potencjał bilansowy do realizacji kolejnych dużych przedsięwzięć inwestycyjnych, w tym akwizycji (np. udział w przejęciu polskich aktywów EdF, które według spekulacji prasowych mogą być wystawione na sprzedaż). Teraz po rezygnacji Prezesa Woszczyka zasadne staje się jeszcze pytanie o aktualizację kierunków strategii koncernu, również w zakresie polityki dywidendowej. Teoretycznie rynek stara się wyceniać te potencjalne ryzyka, o czym świadczy fakt, że wskaźnik EV/EBITDA na ten rok plasuje się

nieznacznie powyżej 4,0x, a notowania spółki w ostatnich miesiącach przestały korelować z ceną energii skorygowaną o CO₂ (teoretyczna marża wytwórcza PGE na źródłach na węgiel brunatny). Potencjalnym wsparciem dla kursu mogłoby być skonkretyzowanie pojawiających się ze strony rządu zapowiedzi o wprowadzeniu rynku mocy. Na razie jednak do czasu wyjaśnienia się przynajmniej części ze wspomnianych ryzyk politycznych, utrzymujemy neutralną rekomendację, mimo że po ostatnim spadku ceny akcji PGE nasza wycena fundamentalna implikuje potencjał wzrostowy. Zakładamy, że te kwestie będą się rozstrzygać w perspektywie najbliższych miesięcy, co pozwoliłoby w drugim półroczu rozpatrywać PGE jako pozytywną ekspozycję na przyjęty przez nas scenariusz odbicia na rynku surowcowym.

Tauron		Kupuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		2,60 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		3,78 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	19 131,1	18 440,8	-3,6%	19 591,0	6,2%	19 099,2	-2,5%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	3 661,5	3 627,1	-0,9%	3 619,5	-0,2%	3 336,6	-7,8%	MC (cena bieżąca)	4 556,6
marża EBITDA	19,1%	19,7%		18,5%		17,5%		EV (cena bieżąca)	12 432,9
EBIT	1 934,1	1 830,1	-5,4%	1 869,8	2,2%	1 544,3	-17,4%	Free float	54,5%
Zysk netto	1 308,3	1 180,9	-9,7%	1 267,6	7,3%	924,9	-27,0%		
P/E	3,5	3,9		3,6		4,9		Zmiana ceny: 1m	-0,4%
P/CE	1,5	1,5		1,5		1,7		Zmiana ceny: 6m	-24,4%
P/BV	0,3	0,3		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m	-42,9%
EV/EBITDA	2,8	3,1		3,4		4,3		Min (52 tyg.)	2,4
Dywid (%)	7,7	7,3		5,8		5,6		Max (52 tyg.)	4,9

Kurs Tauronu pozostaje nadal w trendzie spadkowym i zachowuje się gorzej od sektorowego indeksu, co prawdopodobnie nadal wynika z obaw o jakość bilansu i ograniczenia dywidendy, szczególnie że po ogłoszeniu wysokich odpisów Zarząd nie zakomunikował zmiany bazy odniesienia do wypłaty z raportowanego zysku netto na wynik skorygowany o księgową aktualizację aktywów. Rynek w dalszym ciągu bardzo agresywnie wycenia ryzyko przekroczenia kowenantów kredytowych, mimo że spółka z dużym wyprzedzeniem rozpoczęła proces refinansowania długu oraz renegocjacji warunków brzegowych z 3,0x na 3,5x dług netto/EBITDA i poinformowała o pierwszych dużych sukcesach w tym obszarze, jakim było podpisanie umowy na program obligacji na 6,3 mld PLN przy niewielkim tylko wzroście marży kredytowej. Jeśli chodzi o bieżące wyniki to naszym zdaniem Tauron będzie w tym roku największym beneficjentem zwiększenia budżetu ORM.

Pozytywnym katalizatorem może być także coraz bardziej konkretna dyskusja o wprowadzeniu mechanizmów mocowych wspierających generację konwencjonalną, szczególnie że dzisiaj rynek wycenia Tauron z dyskontem do ich WRA, co oznacza że przykładą ujemną wartość do pozostałych segmentów generujących 1,2 mld PLN EBITDA. Naszym zdaniem rynek przeszacowuje też negatywny wpływ przejścia kopalni Brzeszcze, co może być zweryfikowane pozytywnie tegorocznymi wynikami (szybkie dociążenie kopalni i wykorzystanie dodatkowego węgla we własnych źródłach). Szansą na poprawę sentymentu jest także zapowiedziana aktualizacja strategii, która może przynieść zamrożenie projektu w Łagiszy, który z punktu widzenia aktualnych celów gospodarczych rządu nie jest gardłowy (kogeneracja oparta na gazie wypierająca węgiel z merit order). W tym kontekście podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Telekomunikacja

Netia		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		4,60 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		6,30 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 876,0	1 674,0	-10,8%	1 572,2	-6,1%	1 546,8	-1,6%	Liczba akcji (mln)	348,2
EBITDA	532,8	0,0		449,0		456,9	1,8%	MC (cena bieżąca)	1 601,9
marża EBITDA	28,4%	0,0%		28,6%		29,5%		EV (cena bieżąca)	1 869,0
EBIT	92,8	0,0		27,9		55,4	98,3%	Free float	35,9%
Zysk netto	46,3	0,0		2,2		-22,7			
P/E	34,6			723,8				Zmiana ceny: 1m	-18,4%
P/CE	3,3			3,8		4,2		Zmiana ceny: 6m	-15,6%
P/BV	0,7	0,8		0,8		0,9		Zmiana ceny: 12m	-23,1%
EV/EBITDA	3,5			4,2		4,1		Min (52 tyg.)	4,3
Dywid (%)	0,0	9,1		13,0		4,3		Max (52 tyg.)	6,6

Netia ogłosiła w bieżącym tygodniu inwestycje w modernizację sieci i uchylenie polityki dywidendowej. Netia musi bronić pozycji rynkowej przez Orange Polska, który chce do 2018 r. dotrzeć z FTTH do 3,5 mln domów, dlatego też inwestycje w sieć nie powinny być dla rynku zaskoczeniem. Jednak spółka w raporcie za 2015 rok wskazała, że uważa poziom zadłużenia netto (który wyniósł na koniec roku około 250 mln PLN, co stanowi 0,60x skorygowanego zysku EBITDA'15) za komfortowy. Tym bardziej zaskakująca jest decyzja o obcięciu poziomu dywidendy o ponad połowę ze względu na wielkość inwestycji na poziomie 0,9x skorygowana EBITDA'15 i jest przewidziana na

dłuższy okres. Netia jest notowana na wskaźniku EV/EBITDA'16 = ok. 4,1x vs. 4,3x Orange Polska, a przy dywidendzie na poziomie 0,20 PLN wskaźnik DivYield'16 wynosi 4,3% vs. 4,1% Orange Polska. Niższa wycena giełdowa Netii jest uzasadniona bardziej stacjonarnym profilem biznesowym Grupy, z drugiej strony Netia osiąga stabilne wyniki w segmencie B2B i może być celem akwizycyjnym. Ponadto Netia uchwaliła program skupu akcji, co odbieramy jako próbę stabilizacji kursu w krótkim terminie. Sądzymy, że potencjał do dalszych spadków po negatywnych informacjach z początku tygodnia wyczerpał się. Podtrzymujemy pozytywne podejście.

Orange Polska		Kupuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		6,08 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		8,30 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	12 923,0	12 212,0	-5,5%	11 840,0	-3,0%	11 484,5	-3,0%	Liczba akcji (mln)	1 312,0
EBITDA	3 895,0	4 059,0	4,2%	3 443,0	-15,2%	3 376,4	-1,9%	MC (cena bieżąca)	7 977,0
marża EBITDA	30,1%	33,2%		29,1%		29,4%		EV (cena bieżąca)	11 975,4
EBIT	788,0	986,0	25,1%	572,0	-42,0%	664,6	16,2%	Free float	49,3%
Zysk netto	294,0	535,0	82,0%	254,0	-52,5%	248,6	-2,1%		
P/E	27,1	14,9		31,4		32,1		Zmiana ceny: 1m	-4,3%
P/CE	2,3	2,2		2,6		2,7		Zmiana ceny: 6m	-15,9%
P/BV	0,6	0,6		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-35,7%
EV/EBITDA	3,2	3,0		3,5		4,3		Min (52 tyg.)	6,0
Dywid (%)	8,2	8,2		8,2		4,1		Max (52 tyg.)	10,5

Orange Polska zaraportowało wyniki za 4Q'15 poniżej naszych estymacji i konsensusu rynkowego oraz podała prognozę zysku EBITDA na 2016 r. poniżej oczekiwań naszych i rynkowych, co przełożyło się na istotny spadek kursu o ponad 5% od ogłoszenia wyników. Orange Polska ogłosiła także plan działań na lata 2016-2018. OPL zakłada powrót do wzrostu przychodów i zysku EBITDA w 2018 r. Nakłady inwestycyjne Grupy na projekt budowy sieci światłowodów do klienta (FTTH) w latach 2016-2018 mają wynieść około 2,2 mld PLN. W tym czasie spółka chce zwiększyć pokrycie do 3,5 mln gospodarstw domowych. Operator zakłada dalszy rozwój zasięgu LTE w oparciu o nowo zakupione częstotliwości oraz zapewnienie wyższej jakości łączności LTE. Zasięg

sieci LTE do 2017 roku ma przekroczyć 99% populacji kraju. Orange Polska chce ponadto do 2018 roku zwiększyć udział w rynku w rynku stacjonarnego Internetu i telefonii komórkowej. Baza klientów konwergentnych ma wynieść > 1 milion do 2018 r. Udział w całej bazie klientów gospodarstw domowych, które korzystają z trzech lub więcej usług operatora, ma wzrosnąć do około 45%. Pozytywnie oceniamy plan działania telekoma do 2018r.: po inwestycjach w światłowody, Orange stanie się liderem pod względem infrastruktury na rynku, z najszerszą ofertą dla B2C i B2B. Dodatkowo Orange Polska podwyższyła cel na swoje średnioterminowe zadłużenie do 2,2x, co daje nam komfort w zakładaniu stabilnej dywidendy R/R w 2016 r. Podtrzymujemy pozytywne podejście.

Media

Agora		Kupuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		11,60 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		14,10 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 073,9	1 102,4	2,7%	1 189,3	7,9%	1 185,5	-0,3%	Liczba akcji (mln)	50,9
EBITDA	103,5	77,7	-24,9%	120,7	55,4%	119,0	-1,4%	MC (cena bieżąca)	590,9
marża EBITDA	9,6%	7,0%		10,2%		10,0%		EV (cena bieżąca)	629,4
EBIT	7,4	-18,3		18,7		25,5	36,3%	Free float	62,0%
Zysk netto	0,5	-12,6		12,7		14,8	16,2%		
P/E	1 284,5			46,5		40,0		Zmiana ceny: 1m	3,4%
P/CE	6,1	7,1		5,2		5,5		Zmiana ceny: 6m	2,7%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	11,8%
EV/EBITDA	5,9	7,8		5,2		5,5		Min (52 tyg.)	9,8
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		4,3		Max (52 tyg.)	13,9

Agora przeszła w ciągu ostatnich dwóch lat kluczową transformację: w 2013 r. segment Prasa generował blisko 40% wyniku EBITDA, a w 2015 r. segment wygenerował 16% wyniku. Diametralna zmiana składowych wyniku EBITDA przekłada się na zmianę profilu inwestycyjnego na mniej ryzykowny. Stąd wskaźnik EV/EBITDA'16=5,5x jest naszym zdaniem zbyt niski. Dodatkowo, zwracamy uwagę na pozytywne zmiany, które zachodzą w Grupie: (1) stabilizacja

przychodów w segmencie Prasa, (2) odbicie na rynku outdooru i poprawa rentowności w segmencie reklamy zewnętrznej oraz (3) oszczędności w zakresie kosztów back-office. Zwracamy także uwagę, że Agora zaraportowała dobre wyniki za 4Q'15, a outlook na 2016 r. wygląda pozytywnie, głównie ze względu na odbicie na rynku reklamowym. W tym kontekście podtrzymujemy nasze zalecenie inwestycyjne kupuj, przy cenie docelowej 14,10 PLN.

Cyfrowy Polsat		Trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		23,75 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		22,10 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 910,8	7 409,9	154,6%	9 823,0	32,6%	9 870,5	0,5%	Liczba akcji (mln)	639,5
EBITDA	1 046,3	2 738,1	161,7%	3 685,1	34,6%	3 528,9	-4,2%	MC (cena bieżąca)	15 189,1
marża EBITDA	35,9%	37,0%		37,5%		35,8%		EV (cena bieżąca)	26 224,1
EBIT	789,9	1 442,3	82,6%	1 985,8	37,7%	1 913,4	-3,6%	Free float	33,5%
Zysk netto	525,5	292,4	-44,4%	1 163,4	297,9%	1 203,7	3,5%		
P/E	15,7	51,9		13,1		12,6		Zmiana ceny: 1m	11,5%
P/CE	10,6	9,6		5,3		5,4		Zmiana ceny: 6m	3,3%
P/BV	2,8	4,9		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	-1,7%
EV/EBITDA	9,4	6,1		7,1		7,0		Min (52 tyg.)	20,3
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	26,1

Nie widzimy potencjału do wzrostu spółki w 2016 r. Cyfrowy Polsat jest notowany z istotną premią do Orange Polska, co naszym zdaniem jest nieuzasadnione patrząc na (1) podobny długoterminowy FCF Yield na poziomie ok. 12%, ale (2) dużo wyższe zadłużenie (dług netto/EBITDA na koniec 2015 roku pro forma po połączeniu z Midasem = 3,4x. Dodatkowo brak nogi stacjonarnej będzie przyczyną spadku rentowności sprzedaży usług B2B i odpływu klientów w dużych miastach. Cyfrowy Polsat zaraportował wyniki w 4Q'15 zgodne z naszymi

estymacjami i dość obiecujący zestaw KPIs. Zwracamy jednak uwagę, że w nadchodzących miesiącach Cyfrowemu Polsatowi przybędzie konkurencji na rynku internetu mobilnego na terenach niskozurbanizowanych, co może osłabić dynamiki parametrów operacyjnych i stanowi ryzyko dla prognozy wyników w kolejnych latach. Zarząd co prawda zapowiada dywidendę za 2016 r., ale jej wysokość będzie naszym zdaniem zależna od rozwoju sytuacji rynkowej w drugiej części roku.

Wirtualna Polska
Kupuj

Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 39,51 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-01-28						
		Cena docelowa: 50,00 PLN								
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Przychody	38,3	248,3	547,9%	315,0	26,9%	420,9	33,6%	Liczba akcji (mln)		29,8
EBITDA	4,8	51,0	953,8%	95,5	87,1%	129,8	36,0%	MC (cena bieżąca)		1 176,4
marża EBITDA	12,6%	20,5%		30,3%		30,8%		EV (cena bieżąca)		1 378,2
EBIT	1,6	22,7	1299,0%	65,9	190,6%	93,2	41,3%	Free float		33,6%
Zysk netto	1,6	-0,3		12,1		82,0	580,4%			
P/E	184,6			97,6		14,3		Zmiana ceny: 1m		2,6%
P/CE	61,8	42,0		28,3		9,9		Zmiana ceny: 6m		0,6%
P/BV	3,5	2,1		3,1		2,6		Zmiana ceny: 12m		
EV/EBITDA	61,0	26,1		14,4		10,1		Min (52 tyg.)		32,0
Dywid (%)	0,0	1,2		0,0		5,6		Max (52 tyg.)		41,2

Rok 2016 r. zapowiada się dobrze dzięki ożywieniu na rynku reklamy internetowej (+7-18% R/R wg domów mediowych). Wzrost rynku będzie stymulowany przez zmiany proponowane przez Rząd. Nadanie misyjnego charakteru publicznym stacjom TV przy ograniczeniu czasu reklamowego przyniesie popyt na reklamę w innych mediach, a dodatkowo wzrost ceny reklamy telewizyjnej powinien zachęcić do zwiększenia alokacji budżetów na rynku online. Spodziewamy się, że WPH wygeneruje organicznie 123 mln PLN zysku EBITDA (+16% R/R). Dodatkowo, dzięki grudniowemu

przejęciu Enovatis, właściciela portali wakacje.pl i easygo.pl, WPH skonsoliduje dodatkowo ponad 9 mln PLN, co implikuje wielkość EBITDA na poziomie 132 mln PLN i wskaźnik EV/EBITDA'16 na poziomie 9,8x, blisko 24% poniżej średniej niż dla spółek porównywalnych. Dodatkowo zwracamy uwagę na dobre wyniki za 4Q'15. Spodziewamy się wzrostu zysku skorygowanego EBITDA o 27% R/R. Podtrzymujemy nasze zalecenie inwestycyjne kupuj z ceną docelową 50,00 PLN.

IT

Asseco Poland		Kupuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		58,35 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		65,90 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	5 898,1	6 231,9	5,7%	7 061,7	13,3%	7 258,8	2,8%	Liczba akcji (mln)	83,0
EBITDA	875,0	905,1	3,4%	1 033,1	14,1%	1 066,3	3,2%	MC (cena bieżąca)	4 843,1
marża EBITDA	14,8%	14,5%		14,6%		14,7%		EV (cena bieżąca)	7 427,5
EBIT	610,5	636,7	4,3%	750,0	17,8%	775,1	3,4%	Free float	68,0%
Zysk netto	393,9	358,4	-9,0%	356,6	-0,5%	367,6	3,1%		
P/E	12,3	13,5		13,6		13,2		Zmiana ceny: 1m	2,5%
P/CE	7,4	7,7		7,6		7,4		Zmiana ceny: 6m	7,7%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	0,8%
EV/EBITDA	8,0	8,1		7,2		6,8		Min (52 tyg.)	52,0
Dyield (%)	4,1	4,5		5,0		5,2		Max (52 tyg.)	61,9

Asseco Poland ma ponadprzeciętny potencjał dywidendowy (oferuje DYield = 5,0%), co biorąc pod uwagę niskie ryzyko inwestycyjne (Beta = 0,4x), dobrą sytuację bilansową i dywersyfikację zagraniczną, czyni ją atrakcyjną pod kątem inwestycyjnym. Ponadto, spółki córki z grupy Asseco notują rekordowe wyniki, a w przypadku Formula Systems dodatkowo pomaga aprecjacja USD vs. PLN R/R. W 4Q'15 spodziewamy się rekordowych obrotów. Spółka matka Asseco powinna zaraportować istotny wzrost przychodów do poziomu ok. 450 mln PLN w związku z dużymi (lecz niskomargowymi) dostawami infrastruktury IT do

Administracji Publicznej. Z drugiej strony EBIT zostanie obciążony odpisem w wysokości 23,4 mln PLN dot. projektu P1. Stąd EBIT matki powinien być na poziomie 32,3 mln PLN. Ten wynik część rynku może odebrać negatywnie. Naszym zdaniem należy mieć na uwadze skorygowany zysk netto, który wyniesie ok. 97 mln PLN i będzie 8% wyższy R/R. Taką dynamikę zysku w połączeniu z potencjałem dywidendowym Asseco i dywersyfikacją zagraniczną oceniamy pozytywnie. Podtrzymujemy nasze zalecenie inwestycyjne kupuj, z ceną docelową na poziomie 65,90 PLN.

CD Projekt		Kupuj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		24,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		26,50 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	142,2	96,2	-32,3%	805,4	737,3%	293,5	-63,6%	Liczba akcji (mln)	96,9
EBITDA	17,5	9,3	-46,9%	438,1	4604,5%	140,3	-68,0%	MC (cena bieżąca)	2 324,4
marża EBITDA	12,3%	9,7%		54,4%		47,8%		EV (cena bieżąca)	1 987,8
EBIT	14,4	6,2	-57,3%	432,4	6930,3%	133,7	-69,1%	Free float	47,5%
Zysk netto	14,5	5,2	-64,1%	357,8	6764,2%	114,6	-68,0%		
P/E	157,0	437,2		6,5		20,3		Zmiana ceny: 1m	
P/CE	129,1	272,1		6,4		19,2		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	13,7	13,6		4,4		3,6		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	127,7	241,0		4,5		12,9		Min (52 tyg.)	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	

Najważniejszym wydarzeniem w miesiącu będzie konferencja wynikowa spółki (10.03.2016), podczas której zarząd zaprezentuje zaktualizowaną strategię Grupy. Oczekujemy, że spółka zaraportuje mocne wyniki 4Q'15 ze względu na sezonowość oraz pozytywny efekt sprzedażowy związany z wydaniem pierwszego dodatku do gry. Przychody CD Projekt w 4Q'15 powinny być wspierane przez znacznie większą ilość akcji promocyjnych na rynku vs. 3Q'15, wydanie pierwszego dodatku do *Wiedźmin 3: Dziki Gon* w październiku oraz umocnienie USD/PLN. Szacujemy, że sprzedaż spółki wyniosła 179,5 mln PLN (+4,8x R/R). Podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenie sprzedaży gry *Wiedźmin 3: Dziki Gon* na poziomie 9

mln sztuk w 2015 roku. Według naszych szacunków, marża brutto na sprzedaży w 4Q'15 powinna wynieść 74,8% (vs. 35,2% w 4Q'14). Szacujemy, że spółka rozpozna około 17 mln PLN kosztów wytworzenia gry *Wiedźmin 3: Dziki Gon*. Uwzględniając koszty SG&A na poziomie 32,9 mln PLN w 4Q'15 (vs. 9,8 mln PLN w 4Q'14), EBIT powinien wynieść 92,6 mln PLN w 4Q'15 (+80x R/R). Saldo na działalności finansowej powinno wynieść 7,4 mln PLN. Zakładamy podatek dochodowy na poziomie 19%. Szacujemy zysk netto na 81,1 mln PLN w 4Q'15 vs. 4,9 mln PLN w 4Q'14. Uważamy, że zarówno wyniki finansowe jak i aktualizacja strategii spółki powinny pozytywnie wpływać na wycenę spółki. Zalecamy kupowanie walorów CDR.

Górnictwo i metale

KGHM		Trzymaj							
Analitik: Michał Marczak		Cena bieżąca:		73,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		63,00 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	24 110,0	20 492,0	-15,0%	19 080,0	-6,9%	18 138,0	-4,9%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	5 952,0	5 311,0	-10,8%	2 813,7	-47,0%	3 911,4	39,0%	MC (cena bieżąca)	14 700,0
marża EBITDA	24,7%	25,9%		14,7%		21,6%		EV (cena bieżąca)	22 989,3
EBIT	4 372,0	3 676,0	-15,9%	916,7	-75,1%	1 908,3	108,2%	Free float	68,2%
Zysk netto	3 033,0	2 450,0	-19,2%	-2 201,4		28,3			
P/E	4,8	6,0				520,0		Zmiana ceny: 1m	28,9%
P/CE	3,2	3,6				7,2		Zmiana ceny: 6m	-4,0%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-38,8%
EV/EBITDA	2,8	3,6		8,2		6,0		Min (52 tyg.)	52,3
Dywid (%)	13,3	6,8		6,1		2,7		Max (52 tyg.)	131,0

W lutym zapasy miedzi na giełdach wzrosły o 25 tys. ton, przy czym wyraźnie widać, że początek nowego roku w Chinach przyniósł ożywienie popytu na rynku azjatyckim. Ceny metali przemysłowych są beneficjentem poprawy sentymentu na rynku ropy, a w efekcie całego segmentu surowcowego. Uważamy, że w perspektywie najbliższych miesięcy ceny surowców będą charakteryzować się dużą zmiennością. Negatywnie na ceny będzie oddziaływać pogarszające się makro. Cenę miedzi na koniec roku prognozujemy na poziomie 4 800 USD/t. Zanim jednak to nastąpi w sektorze nastąpi fala obniżek ratingów i bankructw (ograniczających podaży). Będzie to dobry moment do zajęcia pozycji w długim terminie. W przypadku KGHM w najbliższych tygodniach można oczekiwać wykrywania się nowej strategii (bardziej

skoncentrowanej na lokalnych inwestycjach), co może oznaczać dodatkowe dyskonto w wycenie z perspektywy inwestorów zagranicznych. Spółka zaktualizowała test na utratę wartości bilansowej aktywów w efekcie czego zwiększono odpis w sprawozdaniu jednostkowym do kwoty 4,854 mld PLN. W sprawozdaniu skonsolidowanym ostateczny odpis wyniesie 5,06 mld PLN, z czego: 3,07 mld PLN dotyczy Sierra Gorda, 936 mln PLN aktywów w zagłębiu Sudbury, 827 mln PLN kopali Robinson i 230 mln PLN kopalni Franke. Ostateczne kwoty odpisów zostaną podane wraz z publikacją raportu za 2015 rok (17 marca). Wysoka strata netto nie wpływa na FCF spółki jak również na kowenanty bankowe. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

LW Bogdanka		Trzymaj							
Analitik: Michał Marczak		Cena bieżąca:		37,85 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		33,00 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 899,8	2 013,6	6,0%	1 860,8	-7,6%	1 893,3	1,7%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	754,9	750,0	-0,7%	632,9	-15,6%	588,2	-7,1%	MC (cena bieżąca)	1 286,9
marża EBITDA	39,7%	37,2%		34,0%		31,1%		EV (cena bieżąca)	1 827,1
EBIT	424,8	362,3	-14,7%	245,3	-32,3%	194,8	-20,6%	Free float	100,0%
Zysk netto	329,7	272,4	-17,4%	184,7	-32,2%	147,2	-20,3%		
P/E	3,9	4,7		7,0		8,7		Zmiana ceny: 1m	17,7%
P/CE	2,0	2,0		2,2		2,4		Zmiana ceny: 6m	-23,0%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-57,4%
EV/EBITDA	2,3	2,6		2,9		3,1		Min (52 tyg.)	30,4
Dywid (%)	15,3	15,3		9,2		0,0		Max (52 tyg.)	88,9

Pomimo 9% wzrostu cen ropy na rynkach światowych cena węgla energetycznego w portach ARA obniżyła pozostała na poziomie ok. 45,8 USD/t. Ceny na rynku azjatyckim wzrosły o 4% do 50,8 USD/t. Ceny węgla na rynkach światowych pozostają na bardzo niskich poziomach i nic nie wskazuje, żeby w najbliższych miesiącach miały wspierać kurs akcji spółki (nawet jeśli cena ropy rośnie, na rynku węgla utrzymuje się duża nadpodaż wynikająca ze zmian strukturalnych w Chinach). Po tym jak zarząd KW poinformował o zerwaniu porozumienia ze związkami zawodowymi wydawało się, że droga do realnej restrukturyzacji śląskich kopalń otwiera się. Zaledwie po kilku dniach okazało się, że zarząd wycofuje się z tego działania, a

Prezes Sędzikowski zostaje odwołany. Związkowcy tymczasem eskalują żądania i rozpoczynają spór zbiorowy. Agencja Rezerw Materiałowych w grudniu rozpoczęła skup węgla od kopalń, finansując w ten sposób nierentowne przedsięwzięcia. Dane na temat cen i wolumenów są tajne. Naszym zdaniem PiS ma polityczny czas na przeprowadzenie reformy (zamknięcie nierentownych kopalń, dopasowanie systemu płac do rynkowych realiów), co finalnie byłoby dobre dla Bogdanki. Wszystko wskazuje jednak, że najbliższe tygodnie nie przyniosą w tym względzie przełomu (Rząd raczej wycofuje się z niepopularnych decyzji). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj z ceną docelową na poziomie 33 PLN.

Przemysł

Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce

(%)	I'15	II'15	III'15	IV'15	V'15	VI'15	VII'15	VIII'15	IX'15	X'15	XI'15	XII'15	I'16
Dynamika R/R	+1,7%	+4,9%	+8,8%	+2,3%	+2,8%	+7,6%	+3,8%	+5,3%	+3,1%	+2,4%	+7,8%	+6,7%	+1,4%

Źródło: GUS

W marcu wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu w głównych gospodarkach UE nie przełamały spadkowego trendu, jaki obserwujemy od kilku miesięcy. W Niemczech PMI dla przemysłu wyniósł 50,5 pkt (najniższy od listopada 2014 roku), we Francji 50,2 pkt (cały czas balansuje na poziomie 50 pkt), w UK 50,8 pkt (najniższy od 2013 roku), we Włoszech 52,2 pkt (najniższy od 2014 roku). Słabe nastroje w sektorze przemysłu w UE związane są z obawami o dalszy wzrost gospodarczy w krajach rozwijających się, w szczególności w Chinach i Brazylii. Słabsze perspektywy notowały również Stany Zjednoczone. W przypadku Polski wskaźnik wyprzedzający dla przemysłu odbił się w marcu z 50,9 pkt do 52,8 pkt. Przyczyną lepszych odczytów był głównie silny komponent eksportowy, korzystający ze słabej PLN do EUR. Naszym zdaniem spółki – eksporterzy do UE będą głównymi kandydatami do wzrostu wyników finansowych.

W 4Q'15 szacujemy, że około 47% spółek powinno poprawić ubiegłoroczne rezultaty, a 35% pogorszy je. Tendencja ta wskazuje na lepsze momentum, niż w 3Q'15. Najwyższej poprawy wyników oczekivalibyśmy w Berlingu, Elemental Holding, Feerum, Forte, Grupie Azoty, Oponeo, Pozbud i Uniwheels. Ujemnej dynamiki spadku wyników spodziewamy się w Boryszewie, Synthos i PKM Duda.

Wycena spółek przemysłowych

Indeks cenowy śledzonych przez nas spółek przemysłowych spadł od początku 2016 roku o 6,1%, podczas gdy w tym samym czasie indeks MSCI Industrials dla Europy spadł o 0,8%, a dla świata spadł o 2,1%. Spółki przemysłowe radziły sobie w tym czasie znacznie gorzej niż indeks największych spółek (WIG20 -1,8%) oraz indeks szerokiego rynku (WIG -2,4%).

Analizowane przez nas spółki przemysłowe są obecnie wyceniane z 18-28% dyskontem na wskaźniku P/E'16 (10,9x) oraz EV/EBITDA'16 (7,1x) do spółek z indeksu MSCI Industrials dla świata i Europy.

Wśród najbardziej preferowanych spółek wymienilibyśmy Alumetal (utrzymujące się dobre otoczenie w sektorze Automotive, wzrost wolumenów z nowego zakładu na Węgrzech w 2H'16, dynamiczna poprawa wyników r/r w 4Q'15 oraz 1Q'16, spółka korzystająca na spadku cen energii i gazu +2-3 mln PLN w 2016 r., eksporter netto korzystający na osłabieniu PLN do EUR), Amica (konsolidacja przejętej spółki w Wielkiej Brytanii, niska wycena na tle sektora, eksporter netto korzystający na osłabieniu PLN do EUR, dynamiczny wzrost wolumenów w Europie Zachodniej), Elemental (konsolidacja spółek z sektora, oczekiwana konsolidacja przejętych podmiotów w 2016 r., zakończenie inwestycji w linie samplingowe w 2H'16, dynamiczna poprawa wyników r/r w 4Q'15 oraz 1Q'16), Kernel (dynamiczny wzrost wyniku netto w 2016 roku, spółka korzystająca na osłabieniu UAH/USD, ograniczenie długu netto zapowiada wysoką dywidendę lub powrót na ścieżkę wzrostu przez przejęcia) i UNIWHEELS (dynamiczna poprawa wyników r/r w 4Q'15 oraz 1Q'16, spółka korzystająca na spadku cen gazu +1,5 mln EUR w 2016 r., niska wycena na tle spółek porównywalnych, największy beneficjent osłabienia PLN do EUR – 10% spadku wartości PLN wpływa pozytywnie na wynik o 3 mln EUR).

Najmniej preferujemy akcje spółek: Alchemia (wysoka wycena, słabe wyniki finansowe, konkurencja tanich rur z Rosji i Białorusi, spadek popytu na produkty z uwagi na osłabienie koniunktury na rynku wydobywania ropy i gazu), Boryszew (spółka wyraźnie droższa od europejskich poddostawców Automotive, brak efektów w restrukturyzacji niemieckich aktywów, wyprzedaż spółek z grupy), Patentus (spółka zadłużona z dużym udziałem sprzedaży do kopalni na Górnym Śląsku) oraz Polska Grupa Odlewnicza (droga spółka na tle branży).

Prognozy i proponowane pozycjonowanie mniejszych spółek przemysłowych w ramach portfela

Spółka	Portfel	Cena	P/E			EV/EBITDA			DY			P/(BV-goodwill)			Dług netto'15/ EBITDA'15
			'14	'15	'16	'14	'15	'16	'14	'15	'16	'14	'15	'16	
AC Auto Gaz	Równoważ	34,78	12,8	11,9	11,9	8,5	7,9	7,8	6,6%	6,6%	7,2%	3,3	3,1	3,0	-0,3
Alchemia	Niedoważaj	5,00	65,2	-	-	17,9	132,2	34,4	0,0%	0,0%	0,0%	1,6	1,8	1,7	10,5
Alumetal	Przeważaj	50,99	13,2	9,9	9,4	10,5	8,2	7,7	2,7%	3,8%	5,0%	2,4	2,1	1,9	1,0
Amica	Przeważaj	171,00	17,0	13,9	11,0	8,3	8,2	7,5	2,0%	1,8%	2,2%	3,0	3,0	2,0	0,9
Apator	Równoważ	27,37	11,4	15,9	12,2	8,1	10,1	7,7	4,0%	3,5%	2,5%	3,4	3,2	2,8	1,4
Berling	Przeważaj	3,93	9,9	7,9	8,2	4,4	3,5	3,4	7,7%	5,1%	6,4%	0,9	0,8	0,8	-2,9
Boryszew	Niedoważaj	4,56	10,0	27,0	19,4	7,9	10,1	9,2	0,0%	2,2%	1,3%	1,3	1,4	1,3	3,6
BSC Drukarnia	Równoważ	33,60	15,3	10,7	12,1	8,9	7,0	6,6	1,5%	1,8%	3,3%	1,7	1,5	1,4	-0,6
Ceramika NG	Równoważ	1,24	25,9	619,7	102,9	6,5	6,7	5,8	6,4%	8,1%	4,0%	0,3	0,3	0,3	2,8
Cognor	Równoważ	0,95	11,1	-	72,6	5,3	9,0	5,5	0,0%	0,0%	0,0%	0,4	0,4	0,4	7,9
Duda	Równoważ	5,66	7,0	19,2	13,3	5,7	7,8	7,2	0,0%	0,0%	0,0%	0,5	0,5	0,5	3,9
Ergis Eurofilms	Przeważaj	4,43	9,4	26,9	7,2	5,7	5,5	4,9	2,2%	3,4%	5,0%	1,2	1,0	0,9	2,3
ES System	Równoważ	2,79	19,2	12,2	13,6	6,3	5,3	5,2	1,8%	12,5%	7,2%	0,8	0,8	0,8	-0,9
Fasing	Równoważ	16,58	6,2	6,5	5,4	2,8	3,2	3,2	4,2%	4,8%	3,4%	0,4	0,4	0,4	1,4
Feerum	Równoważ	18,90	25,9	15,1	9,9	16,5	9,8	6,0	0,0%	1,1%	1,7%	1,9	1,7	1,5	1,1
Ferro	Równoważ	10,50	9,3	9,2	8,5	8,2	8,4	7,8	9,5%	9,5%	8,7%	2,8	2,7	2,5	2,5
Forte	Równoważ	54,60	17,3	15,6	15,3	12,1	11,9	10,7	2,7%	3,7%	1,6%	3,1	2,8	2,5	0,7
Grajewo	Przeważaj	26,31	16,3	47,8	17,4	5,6	5,7	5,2	0,0%	0,0%	4,0%	1,4	1,1	1,1	2,6
Hydrotor	Równoważ	36,88	12,3	11,2	11,2	6,3	5,8	5,2	5,4%	5,4%	6,7%	1,1	1,1	1,0	0,0
Impexmetal	Równoważ	2,43	4,3	6,2	6,1	5,5	6,1	5,6	0,0%	0,0%	0,0%	0,5	0,4	0,4	2,4
Izostal	Równoważ	4,25	28,3	20,0	10,5	17,5	12,8	7,5	2,8%	1,6%	2,5%	0,9	0,8	0,8	3,0
Koelner	Równoważ	9,05	21,1	15,0	14,8	10,4	7,8	7,3	3,6%	3,6%	4,0%	0,9	0,9	0,8	3,4
Kruszwica	Równoważ	46,11	8,8	10,4	10,9	4,9	5,6	5,5	5,1%	5,7%	5,7%	1,5	1,4	1,3	-1,0
Lena Lighting	Przeważaj	4,45	11,1	11,0	9,7	7,6	7,2	7,1	6,7%	6,7%	9,0%	1,2	1,2	1,2	0,2
Libet	Równoważ	1,78	10,0	12,5	12,6	4,8	4,8	4,6	2,8%	0,0%	2,4%	0,4	0,4	0,4	2,6
Mercor	Równoważ	8,79	19,3	15,8	9,4	10,1	8,8	7,1	105,3%	11,6%	8,7%	1,4	1,7	2,0	2,8
Oponeo	Równoważ	27,20	94,0	35,6	35,2	33,1	21,7	22,3	0,3%	0,2%	0,8%	6,3	5,6	5,1	-2,5
Orzeł Biały	Równoważ	6,42	251,5	31,2	25,8	17,6	8,0	8,1	0,0%	0,0%	0,0%	0,5	0,5	0,4	1,1
Patentus	Niedoważaj	0,58	7,8	-	-	4,6	6,5	8,7	0,0%	0,0%	0,0%	0,2	0,2	0,2	4,8
PG Odlew	Niedoważaj	5,76	31,3	14,5	26,0	16,9	12,4	13,3	0,0%	0,0%	1,7%	2,8	2,3	2,0	1,3
Pozbud	Przeważaj	4,00	8,1	7,3	6,2	6,3	5,3	5,1	3,3%	0,0%	4,8%	0,7	0,6	0,6	1,0
Radpol	Równoważ	6,49	17,5	41,9	25,1	9,2	12,4	10,8	4,3%	4,3%	1,9%	1,9	1,9	1,9	3,8
Relpol	Przeważaj	7,80	14,6	9,7	8,9	6,2	4,9	4,8	3,2%	4,9%	6,2%	1,1	1,0	1,0	0,1
Seco Warwick	Równoważ	13,50	-	-	7,0	8,5	23,5	4,1	0,0%	0,0%	1,6%	0,8	1,0	0,9	2,9
Selena FM	Równoważ	15,46	17,0	12,9	10,9	5,3	6,1	6,1	1,8%	1,8%	2,3%	0,9	0,8	0,8	1,7
Tarczyński	Równoważ	13,97	13,6	9,0	9,0	7,2	6,0	5,6	0,0%	0,0%	4,7%	1,2	1,1	1,0	2,9
Ursus	Przeważaj	2,45	7,3	23,4	7,5	7,2	9,1	5,8	0,0%	0,0%	0,0%	1,3	1,0	0,9	3,0
Zamet Industry	Równoważ	1,71	6,3	11,8	12,2	4,6	7,4	7,2	0,0%	0,0%	0,0%	1,3	1,2	1,2	1,4
Zetkama	Równoważ	86,99	14,4	12,9	11,7	9,8	8,4	7,9	0,0%	0,0%	1,9%	2,3	1,9	2,2	0,0
ZM Kania	Równoważ	2,10	8,3	7,5	7,9	7,6	6,5	7,2	0,0%	0,0%	0,0%	1,5	1,3	1,1	2,7
ZM Ropczyce	Równoważ	20,40	9,3	6,5	7,6	6,3	5,7	5,6	3,2%	3,2%	4,6%	0,4	0,4	0,4	2,6

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Elemental		Kupuj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		3,67 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-01-08	
		Cena docelowa:		4,80 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	859,6	772,3	-10,1%	911,0	18,0%	1 151,1	26,4%	Liczba akcji (mln)	170,5
EBITDA	28,6	41,2	43,9%	61,6	49,4%	81,6	32,4%	MC (cena bieżąca)	625,6
marża EBITDA	3,3%	5,3%		6,8%		7,1%		EV (cena bieżąca)	693,7
EBIT	25,7	34,9	35,6%	50,9	45,7%	70,9	39,3%	Free float	37,5%
Zysk netto	24,4	31,1	27,4%	45,5	46,2%	53,8	18,3%		
P/E	23,2	18,7		13,7		11,6		Zmiana ceny: 1m	-2,9%
P/CE	20,8	15,5		11,1		9,7		Zmiana ceny: 6m	-16,8%
P/BV	2,2	2,1		2,0		1,7		Zmiana ceny: 12m	-8,3%
EV/EBITDA	21,7	14,8		11,3		9,4		Min (52 tyg.)	3,5
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	4,7

Naszym zdaniem Elemental kolejny rok z rzędu będzie pozytywnie wyróżniał się na tle sektora pod względem dynamiki wzrostu rezultatów. W efekcie przejęcia Gorenje Surovina oraz PGM Group EBITDA Grupy Elemental w 2016 roku wzrośnie o 40% r/r, a wynik netto o 18% r/r. Dzięki zwiększeniu wolumenu obrotu surowcami wtórnymi spółka ma możliwość wydłużenia łańcucha wartości dodanej. Na koniec 2016 roku gotowe powinny być linie samplingowe do

przetwarzania płytek nadrukowanych (PCB) oraz katalizatorów samochodowych (CAC). W efekcie skróci się termin egzekucji należności od klientów oraz zwiększy marża na dotychczasowym strumieniu odpadów. Oczekujemy, że w 4Q'15 (publikacja wyników 18 marca) EBITDA Grupy Elemental wzrośnie o 78% r/r, a wynik netto o 55% r/r. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową na poziomie 4,80 PLN oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Famur		Kupuj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		1,60 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		2,20 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 176,4	708,8	-39,8%	775,0	9,3%	753,0	-2,8%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	384,7	275,9	-28,3%	205,3	-25,6%	203,9	-0,7%	MC (cena bieżąca)	770,4
marża EBITDA	32,7%	38,9%		26,5%		27,1%		EV (cena bieżąca)	827,9
EBIT	224,6	121,9	-45,7%	62,6	-48,7%	61,2	-2,3%	Free float	13,6%
Zysk netto	207,6	100,3	-51,7%	49,8	-50,3%	48,6	-2,4%		
P/E	3,7	7,7		15,5		15,9		Zmiana ceny: 1m	-8,6%
P/CE	2,1	3,0		4,0		4,0		Zmiana ceny: 6m	-5,3%
P/BV	0,7	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-50,0%
EV/EBITDA	1,6	2,9		4,0		3,4		Min (52 tyg.)	1,4
Dyield (%)	0,0	52,5		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	3,4

Famur na koniec 2015 roku posiada niskie zadłużenie netto (73 mln PLN; 0,4xEBITDA'15) oraz portfel zamówień na rynki zagraniczne na poziomie 105 mln PLN (+7% r/r). Niskie zadłużenie oraz konkurencyjne koszty wytwarzania czynią naszym zdaniem Famur znacznie bezpieczniejszą inwestycją niż Kopex. Dodatkowo spółka po stronie pasywów posiada głównie wyemitowane obligacje na kwotę 108 mln PLN, które zapadają dopiero w 2020 roku. Famur według nas może być w najbliższym czasie głównym beneficjentem problemów, które po odcięciu od

bankowego finansowania odczuwa główny konkurent na rynku krajowym – Kopex. Wyniki 4Q'15 Grupy Famur były nieznacznie gorsze od naszych oczekiwań oraz lepsze od konsensusu. Negatywnie na ich poziom wpłynęło ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej w kwocie 13 mln PLN związane z jednorazowymi odpisami i odszkodowaniami. Naszym zdaniem Famur może być ciekawą inwestycją dla inwestorów o długim horyzoncie inwestycyjnym. Podtrzymujemy naszą cenę docelową na poziomie 2,20 PLN oraz rekomendację kupuj.

Kernel
Akumuluj

Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca:	52,24 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2016-01-26	
	Cena docelowa:	49,00 PLN							
(mln USD)	2012/13	2013/14	zmiana	2014/15	zmiana	15/16P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 796,8	2 393,3	-14,4%	2 329,5	-2,7%	2 293,1	-1,6%	Liczba akcji (mln)	79,7
EBITDA	290,7	223,0	-23,3%	396,6	77,8%	320,0	-19,3%	MC (cena bieżąca)	4 162,7
marża EBITDA	10,4%	9,3%		17,0%		14,0%		EV (cena bieżąca)	4 499,9
EBIT	200,9	128,7	-35,9%	328,3	155,0%	253,2	-22,9%	Free float	59,8%
Zysk netto	111,3	-98,3		106,9		179,6	67,9%		
P/E	9,4			9,8		5,9		Zmiana ceny: 1m	16,8%
P/CE	5,2			6,0		4,3		Zmiana ceny: 6m	22,1%
P/BV	0,8	1,0		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m	63,3%
EV/EBITDA	4,2	5,5		2,9		3,5		Min (52 tyg.)	31,2
Dywidenda (%)	0,0	0,0		1,9		1,9		Max (52 tyg.)	55,2

W 4Q'15 Kernel wyraźnie zwiększył sprzedaż zbóż własnej produkcji, co przy pozytywnym wpływie dewaluacji UAH do USD przełożyło się na rekordowe wyniki segmentu produkcji rolnej. W efekcie wynik EBITDA okazał się o 30% wyższy od naszych oczekiwań, a wynik netto o 57% wyższy. Spółka poinformowała również o zamiarze przejęcia konkurencyjnej tłoczni o mocach 560 tys. ton słonecznika rocznie (potencjał spółki wzrosło o 19%) za kwotę 95,8 mln USD. Naszym zdaniem w kwietniu przy okazji publikacji danych wolumenowych za 1Q'16 Kernel zaraportuje wzrost wolumenu sprzedaży we wszystkich liniach biznesowych. Wśród negatywnych

czynników mających wpływ na tegoroczne wyniki należy wymienić spadek marży na produkcji oleju słonecznikowego w efekcie otwarcia nowych mocy produkcyjnych w zakresie przetwarzania słonecznika (Bunge 0,6 mln ton, Alseeds 0,8 mln ton). Biorąc pod uwagę przedstawiony przez Zarząd guidance odnośnie potencjału poszczególnych segmentów operacyjnych naszym zdaniem całoroczna prognoza wyniku EBITDA Grupy ma szansę osiągnąć poziom 350-355 mln USD (wobec naszych dotychczasowych szacunków 320 mln USD). Wkrótce przedstawimy aktualizację naszych prognoz dla spółki Kernel. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Kęty
Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca:	282,00 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02	
	Cena docelowa:	277,80 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 593,8	1 819,6	14,2%	2 017,3	10,9%	2 048,2	1,5%	Liczba akcji (mln)	9,4
EBITDA	225,9	309,3	36,9%	332,8	7,6%	346,7	4,2%	MC (cena bieżąca)	2 662,6
marża EBITDA	14,2%	17,0%		16,5%		16,9%		EV (cena bieżąca)	2 942,8
EBIT	144,9	224,6	55,0%	241,0	7,3%	244,1	1,3%	Free float	82,0%
Zysk netto	153,5	169,0	10,1%	206,3	22,0%	186,8	-9,5%		
P/E	17,1	15,7		12,9		14,3		Zmiana ceny: 1m	-1,3%
P/CE	11,2	10,4		8,9		9,2		Zmiana ceny: 6m	-7,5%
P/BV	2,3	2,2		2,1		2,0		Zmiana ceny: 12m	-11,6%
EV/EBITDA	12,5	9,1		8,8		8,5		Min (52 tyg.)	265,0
Dywidenda (%)	2,1	3,5		5,1		4,6		Max (52 tyg.)	330,0

Według przedstawionej przez Zarząd prognozy na 2016 rok przychody ze sprzedaży Grupy Kęty osiągną 2 145 mln PLN (+4,6% vs. nasza prognoza), EBITDA 360 mln PLN (+3,8% vs nasza prognoza), a wynik netto 245 mln PLN (bez uwzględnienia aktywa podatkowego zysk netto byłby 4,4% r/r wyższy vs. nasza prognoza). Zarząd zakłada, że wydatki inwestycyjne w 2016 roku wyniosą 359 mln PLN, a zadłużenie odsetkowe na koniec roku sięgnie 564 mln PLN. Spółka planuje również wypłacić 60% zysku za 2015 roku w dywidendzie (124,2 mln PLN – nasze szacunki 123,6 mln PLN). Według nas w całym 2016 roku Grupa Kęty w dalszym ciągu odczuwać będzie wyraźny wzrost mocy produkcyjnych w zakresie profili aluminiowych na rynku lokalnym. Według naszych szacunków w samym 2015 roku na rynku polskim pojawiło się około 27 tys. ton nowych mocy (około 40% potencjału produkcyjnego Grupy Kęty). Nowa

podaż powodować będzie, że rentowność EBITDA segmentu wyrobów wyciskanych znajdzie się w najbliższych latach poniżej swojej pięcioletniej historycznej średniej. Pozytywnie w 2016 roku na poziomie EBITDA zaskoczy według nas segment systemów aluminiowych, który korzystać będzie z niższych cen aluminium, stanowiących około 30% kosztów segmentu (w 4Q'15 cena aluminium + premia w PLN była o 17% niższa niż w 9M'15). Oczekujemy jednocześnie, że w IH'16 będzie miało miejsce pozytywne momentum na wynikach zarówno na poziomie EBITDA jak i wyniku netto. Największym ryzykiem na 2016 rok dla notowań spółki są potencjalne zmiany w OFE - na koniec 2015 roku 70,6% akcji Grupy Kęty było w posiadaniu OFE. Podtrzymujemy neutralną rekomendację dla Grupy Kęty.

Kopex		Zawieszona							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		2,30 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-03-04	
		Cena docelowa:		-					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 395,1	1 433,9	2,8%	1 193,7	-16,8%	953,2	-20,1%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	241,4	287,4	19,1%	-287,0		130,1		MC (cena bieżąca)	171,0
marża EBITDA	17,3%	20,0%		-24,0%		13,6%		EV (cena bieżąca)	626,4
EBIT	91,2	135,6	48,6%	-439,6		10,0		Free float	25,9%
Zysk netto	67,6	101,3	49,9%	-497,6		-11,9	-97,6%		
P/E	2,5	1,7						Zmiana ceny: 1m	-30,5%
P/CE	0,8	0,7				1,6		Zmiana ceny: 6m	-62,7%
P/BV	0,1	0,1		0,1		0,1		Zmiana ceny: 12m	-78,7%
EV/EBITDA	2,4	1,9				4,9		Min (52 tyg.)	2,2
Dyyield (%)	2,5	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	10,9

Wyniki Kopex w 4Q'15 były wyraźnie poniżej naszych oczekiwań oraz konsensusu w efekcie wysokich odpisów na aktywa finansowe i niefinansowe w wysokości 430 mln PLN. W rezultacie przeprowadzonych odpisów wskaźnik długu netto do EBITDA na koniec 2015 wzrósł do poziomu 6,8x, a tym samym spółka złamała warunki umów kredytowych z bankami. W efekcie główne banki kredytujące Grupę (ING oraz PKO BP) zablokowały dostępne limity kredytowe ograniczając dostęp spółki do zewnętrznego finansowania. Oceniamy, że ograniczenie w dostępie do linii kredytowych

negatywnie przełoży się na funkcjonowanie spółki w IH'16. Oceniamy, że bardzo prawdopodobny jest dalszy spadek przychodów przy wysokiej bazie kosztowej, co prowadzi do strat na poziomie operacyjnym. Wśród największych punktów ryzyka dla kształtowania się kursu akcji spółki spostrzegamy możliwą utratę płynności, konieczność dokapitalizowania spółki przez emisję akcji oraz możliwą podaż akcji ze strony TDJ (akcjonariusz Famur posiadający 7,4 mln akcji). Ze względu na powyższe ryzyka zawieszamy naszą rekomendację dla spółki Kopex.

UNIWHEELS		Kupuj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		132,30 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-01-12	
		Cena docelowa:		142,90 PLN					
(mln EUR)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	337,2	362,6	7,5%	434,9	19,9%	460,1	5,8%	Liczba akcji (mln)	12,5
EBITDA	38,3	46,3	20,9%	57,3	23,9%	60,8	6,2%	MC (cena bieżąca)	1 651,1
marża EBITDA	11,3%	12,8%		13,2%		13,2%		EV (cena bieżąca)	1 798,3
EBIT	23,6	32,1	36,0%	42,5	32,5%	42,1	-1,0%	Free float	38,7%
Zysk netto	13,2	22,2	67,5%	36,8	65,8%	40,4	9,7%		
P/E	23,0	13,7		10,3		9,4		Zmiana ceny: 1m	4,3%
P/CE	10,9	8,4		7,4		6,4		Zmiana ceny: 6m	6,7%
P/BV	3,6	3,7		2,0		1,7		Zmiana ceny: 12m	26,0%
EV/EBITDA	10,0	8,5		7,2		7,1		Min (52 tyg.)	105,0
Dyyield (%)	2,4	0,0		2,6		4,9		Max (52 tyg.)	132,3

Nowe moce, dzięki uruchomieniu trzeciego zakładu w Stalowej Woli zwiększą potencjał produkcji Grupy UNIWHEELS o 24%, co naszym zdaniem pozwoli na wzrost sprzedaży w 2016 roku o +7,6% r/r. Spółce sprzyjać będą niższe średnie ceny aluminium (o 3% r/r) oraz niższe ceny gazu ziemnego (o 15% r/r). Dodatkowo oczekujemy oszczędności po stronie kosztów zarządu (w IH'15 koszty związane z IPO obniżyły wynik o 2,4 mln EUR) oraz kosztów obsługi zadłużenia (o 3,8 mln EUR w efekcie spadku kosztu kredytu konsorcjalnego o 45p.b. oraz konwersji pożyczki od akcjonariusza na kapitał własny). Według naszych prognoz w 2016 roku wynik EBITDA Grupy

wzrośnie o 6,2% r/r (do 60,8 mln EUR), a wynik netto o 9,1% r/r (do 40,4 mln EUR). Dodatkowym atutem wynikającym z posiadania akcji UNIWHEELS jest aktualna rekomendacja Zarządu odnośnie dywidendy na poziomie 50% wyniku netto za 2015 rok. To przy bieżącej cenie dawałoby Dyield'16 na poziomie 5%. Oczekujemy również, że w IH'16 spółka mogłaby dołączyć do składu indeksu WIG40. W 4Q'15 (publikacja 24 marca) oczekujemy, że EBITDA Grupy wzrośnie o 6,3% r/r, a wynik netto 42% r/r. Pozostawiamy naszą cenę docelową dla akcji Grupy UNIWHEELS na poziomie 142,90 PLN oraz pozostawiamy rekomendację kupuj.

Vistal
Kupuj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 8,92 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02					
		Cena docelowa: 15,80 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	283,4	322,4	13,8%	393,7	22,1%	456,8	16,0%	Liczba akcji (mln)	14,2
EBITDA	34,2	44,7	30,4%	44,6	-0,1%	49,8	11,7%	MC (cena bieżąca)	126,8
marża EBITDA	12,1%	13,9%		11,3%		10,9%		EV (cena bieżąca)	347,8
EBIT	23,5	27,1	15,3%	29,5	8,8%	34,2	15,9%	Free float	29,6%
Zysk netto	20,4	12,3	-39,7%	15,8	28,6%	18,7	18,3%		
P/E	6,2	10,3		8,0		6,8		Zmiana ceny: 1m	11,5%
P/CE	4,1	4,2		4,1		3,7		Zmiana ceny: 6m	-26,9%
P/BV	0,8	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-18,1%
EV/EBITDA	7,2	6,9		7,8		7,0		Min (52 tyg.)	7,9
Dywidenda (%)	0,0	0,0		3,4		3,1		Max (52 tyg.)	13,9

Według naszych prognoz Grupa Vistal w 2016 rok wejdzie z portfelem zamówień na poziomie 290 mln PLN (+17,9% r/r), w skład którego wchodzi duża umowa na rynek Offshore za 75,5 mln PLN oraz 71,6 mln PLN na budowę fragmentu drogi S7 (z Budimex). Według naszych prognoz wysoki podpisany portfel umożliwi wypracowanie obrotów na poziomie 456,8 mln PLN (+15,6% r/r), EBITDA 49,8 mln PLN (+11,5% r/r) oraz wyniku netto 18,7 mln PLN (+17,9% r/r). Mimo niskich cen ropy oraz dekonjunktury na rynku inwestycji w wydobycie ropy i gazu portfel zamówień

Vistal w segmencie Offshore na koniec 2015 roku wyniesie 84 mln PLN i będzie o 62% r/r wyższy. Spółka w 2016 roku powinna korzystać z podpisywanych nowych umów związanych z realizacją nowej perspektywy wydatków z UE (zamówienia drogowe i kolejowe). Oczekujemy, że przy okazji wyników za 2015 rok (21 marca) spółka poinformuje o rekordowym w historii poziomie portfela zamówień. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji spółki Vistal.

Budownictwo

Budimex		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		204,90 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2015-11-04	
		Cena docelowa:		225,10 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	4 749,5	4 949,9	4,2%	5 134,0	3,7%	5 934,9	15,6%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	362,2	270,3	-25,4%	313,5	16,0%	370,9	18,3%	MC (cena bieżąca)	5 231,1
marża EBITDA	7,6%	5,5%		6,1%		6,2%		EV (cena bieżąca)	2 939,8
EBIT	333,3	247,3	-25,8%	292,2	18,1%	349,9	19,7%	Free float	30,9%
Zysk netto	300,5	192,0	-36,1%	235,8	22,8%	288,0	22,1%		
P/E	17,4	27,2		22,2		18,2		Zmiana ceny: 1m	4,0%
P/CE	15,9	24,3		20,3		16,9		Zmiana ceny: 6m	9,1%
P/BV	8,4	10,1		8,9		8,0		Zmiana ceny: 12m	22,0%
EV/EBITDA	10,1	12,8		9,4		9,9		Min (52 tyg.)	159,8
Dyield (%)	2,1	5,8		3,0		3,9		Max (52 tyg.)	218,0

Wyniki finansowe Budimeksu zwykle są lepsze od wcześniejszych prognoz analityków. Powyższy scenariusz miał również miejsce w 4Q'15. Spółka zaraportowała EBIT i ZN wyższe o odpowiednio 15% i 13% od konsensusu, prezentując przy tym dobrą strukturę wyników. Jedną z nierozstrzygniętych kwestii w Budimeksie odnośnie 2015 r. jest kwota zysku, która zostanie przeznaczona na dywidendę. Szacujemy, że jednostkowe wyniki spółki będą o około 30 mln PLN niższe niż wyniki skonsolidowane (niska dywidenda z Budimeksu Nieruchomości do Budimex S.A.). Ostatecznie dywidenda może wynieść ok. 8,0-8,1 PLN/akcję (DYield=3,9%), a nie jak wcześniej prognozowaliśmy 8,88 PLN. Budimex

pozostaje jedną z nielicznych spółek w branży budowlanej, które istotnie zwiększą wyniki w 2016 r. W najbliższych miesiącach spodziewamy się mniejszej liczby rozstrzygnięć w przetargach infrastrukturalnych. Zwiększenie aktywności zamawiających powinno nastąpić w drugiej połowie roku, a Budimex powinien pozostać liderem rynku. Dotychczas GDDKiA alokowała 38% budżetu na lata 2014-2022, a skuteczność Budimeksu w przetargach drogowych wynosi 24%. Spółka złożyła oferty w większości przetargów organizowanych przez PKP PLK i powinna być aktywnym graczem na rynku kolejowym. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Elektrobudowa		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		119,20 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2015-12-03	
		Cena docelowa:		170,50 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	905,6	1 108,3	22,4%	1 194,1	7,7%	1 052,3	-11,9%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	38,8	49,3	27,0%	85,6	73,6%	86,4	1,0%	MC (cena bieżąca)	565,9
marża EBITDA	4,3%	4,4%		7,2%		8,2%		EV (cena bieżąca)	579,6
EBIT	24,7	35,7	44,7%	71,3	99,5%	72,8	2,1%	Free float	43,5%
Zysk netto	17,2	27,3	58,7%	53,8	96,8%	55,1	2,5%		
P/E	32,9	20,7		10,5		10,3		Zmiana ceny: 1m	4,6%
P/CE	18,1	13,8		8,3		8,2		Zmiana ceny: 6m	-22,1%
P/BV	1,7	1,7		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	6,5%
EV/EBITDA	12,7	12,3		6,8		5,9		Min (52 tyg.)	103,1
Dyield (%)	1,7	1,7		0,0		3,4		Max (52 tyg.)	158,5

W lutym zarząd Elektrobudowy opublikował dwie istotne informacje, obie lekko rozczarowujące względem naszych prognoz. Po pierwsze, zarząd zarekomendował wypłatę dywidendy z zysku za 2015 r. w wysokości 4,00 PLN/akcję (-30% względem konsensusu rynkowego oraz -40% względem naszej prognozy). Po drugie opublikowane zostały wstępne szacunki wyników spółki, które okazały się o 7%

niższe od naszych prognoz i konsensusu rynkowego. Uwzględniając powyższe kwestie, Elektrobudowa jest notowana obecnie na P/E'15=10,5x oraz DYield'16=3,4%. W naszej ocenie powyższe wskaźniki finansowe wciąż są atrakcyjne, tym bardziej że w bieżącym roku spodziewamy się umiarkowanej poprawy wyników finansowych spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Elektrobudowy.

Erbud		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		27,04 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-03	
		Cena docelowa:		36,00 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 225,1	1 693,8	38,3%	1 755,5	3,6%	1 620,5	-7,7%	Liczba akcji (mln)	12,8
EBITDA	40,1	52,7	31,3%	66,1	25,5%	66,3	0,4%	MC (cena bieżąca)	345,1
marża EBITDA	3,3%	3,1%		3,8%		4,1%		EV (cena bieżąca)	344,0
EBIT	32,4	43,8	35,0%	56,2	28,4%	55,3	-1,7%	Free float	
Zysk netto	17,5	27,2	55,5%	34,4	26,7%	35,6	3,4%		
P/E	19,7	12,7		10,0		9,7		Zmiana ceny: 1m	-2,5%
P/CE	13,7	9,6		7,8		7,4		Zmiana ceny: 6m	-18,8%
P/BV	1,3	1,3		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	-19,1%
EV/EBITDA	8,0	5,1		5,2		4,7		Min (52 tyg.)	22,2
Dyield (%)	0,0	2,7		1,9		4,0		Max (52 tyg.)	34,8

Pomimo odbicia od połowy stycznia, kurs Erbudu wciąż znajduje się około 15% poniżej poziomu z połowy listopada, kiedy publikowane były wyniki finansowe spółki za 3Q'15. Impulsem do wyprzedzaży akcji spółki w ostatnich miesiącach (oprócz ogólnej dekonjunktury na rynku) mógł być rozczarowujący portfel zamówień Erbudu, który na koniec września wyniósł 1,23 mld PLN (-20% r/r). Rynek natomiast całkowicie zignorował fakt 17% wzrostu przychodów spółki, 56% wzrostu EBITDA oraz 74% wzrostu zysku netto w

okresie 9M'15. Uważamy, że spadek przychodów spółki w 2016 r. będzie niższy niż wskazywały na to obecny portfel zamówień. Spodziewamy się dalszego wzrostu rentowności w związku z (1) poprawą efektywności segmentu budownictwa energetycznego oraz (2) brakiem w wynikach zdarzeń jednorazowych, które w 2015 r. per saldo obniżyły wyniki spółki. Erbud jest notowany na P/E'16=9,7x oraz EV/EBITDA'16=4,7x. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Unibep		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		10,05 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-03	
		Cena docelowa:		12,10 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	920,5	1 079,7	17,3%	1 210,3	12,1%	1 398,3	15,5%	Liczba akcji (mln)	35,1
EBITDA	34,0	32,1	-5,7%	36,1	12,6%	51,6	42,7%	MC (cena bieżąca)	352,5
marża EBITDA	3,7%	3,0%		3,0%		3,7%		EV (cena bieżąca)	312,0
EBIT	28,1	25,1	-10,5%	28,5	13,5%	43,6	52,7%	Free float	27,8%
Zysk netto	13,6	19,8	45,1%	22,9	15,5%	33,3	45,8%		
P/E	25,4	17,8		15,4		10,6		Zmiana ceny: 1m	2,6%
P/CE	17,7	13,2		11,6		8,5		Zmiana ceny: 6m	-7,4%
P/BV	1,9	1,8		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	-2,0%
EV/EBITDA	9,6	9,2		8,6		6,6		Min (52 tyg.)	9,4
Dyield (%)	1,2	1,2		1,5		2,0		Max (52 tyg.)	13,5

Mimo strat z rynku niemieckiego, wyniki osiągnięte przez Unibep w 2015 r. nie powinny istotnie odbiegać od naszych prognoz sprzed roku, gdyż lepszy od oczekiwania okazał się segment kubaturowy w Polsce oraz, przede wszystkim, segment domów modułowych na rynek norweski. Perspektywy 2016 r. wyglądają optymistycznie. Spółka zbudowała najwyższy w historii portfel zamówień w kwocie ok. 1,5 mld PLN (1,1 mld PLN na 2016 r.), który w ponad 80% wypełnia naszą prognozę przychodów na bieżący rok.

W portfelu brak jest kontraktów z rynku niemieckiego i rosyjskiego, które z powodzeniem zostały zastąpione zleceniami z Polski i z dobrze znanego spółce rynku białoruskiego. Szybko rosnącym obszarem działalności Unibepu jest wysokomarżowa sprzedaż mieszkań. Rozpoczynane w tym roku projekty deweloperskie pozwolą na dalszy skokowy wzrost wyników spółki w 2017 r., czego jeszcze nie dyskontuje konsensus rynkowy. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Deweloperzy

Capital Park		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		5,96 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2015-10-02	
		Cena docelowa:		6,50 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	38,7	54,8	41,6%	75,4	37,5%	124,5	65,1%	Liczba akcji (mln)	105,3
EBITDA	43,4	-34,8		13,8		60,2	336,4%	MC (cena bieżąca)	627,8
marża EBITDA	112,0%	-63,4%		18,3%		48,4%		EV (cena bieżąca)	1 668,9
EBIT	43,0	-35,2		13,4		59,8	346,5%	Free float	
Zysk netto	25,6	-61,5		-32,1	-47,8%	14,1			
P/E	24,4					45,5		Zmiana ceny: 1m	4,9%
P/CE	24,1					44,2		Zmiana ceny: 6m	11,4%
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	52,8%
EV/EBITDA	26,9			120,9		30,2		Min (52 tyg.)	3,6
Dywidenda (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	6,1

Kurs akcji Capital Park wzrósł w 2015 r. o 45%, co czyni spółkę jedną z lepszych inwestycji ubiegłego roku w branży deweloperskiej. Obecnie Capital Park jest wyceniany na ok. 0,7xNAV, co jest według nas poziomem bliskim wartości fundamentalnej akcji, biorąc pod uwagę spodziewane niskie ROE w najbliższych latach. Wciąż czekamy na dwa zdarzenia, mające kluczowe znaczenie dla rozwoju spółki:

(1) rozpoczęcie budowy inwestycji Art Norblin, (2) sprzedaż kompleksu biurowego Eurocentrum. Mimo konkurencyjnego rynku biurowego w Warszawie, uważamy, że spółka powinna się uporać z powyższymi zadaniami w trakcie 2016 r., na co rynek powinien zareagować pozytywnie. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji Capital Park.

Dom Development		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		50,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-01-28	
		Cena docelowa:		60,80 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	676,4	784,3	16,0%	904,2	15,3%	1 025,2	13,4%	Liczba akcji (mln)	24,8
EBITDA	76,5	72,3	-5,5%	106,9	47,9%	139,6	30,6%	MC (cena bieżąca)	1 250,9
marża EBITDA	11,3%	9,2%		11,8%		13,6%		EV (cena bieżąca)	1 395,3
EBIT	73,3	69,0	-5,9%	102,5	48,5%	135,5	32,2%	Free float	26,6%
Zysk netto	54,4	55,7	2,3%	80,7	45,0%	108,3	34,2%		
P/E	23,0	22,5		15,5		11,6		Zmiana ceny: 1m	8,4%
P/CE	21,7	21,2		14,7		11,1		Zmiana ceny: 6m	6,1%
P/BV	1,5	1,5		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	8,6%
EV/EBITDA	17,9	17,9		13,1		9,5		Min (52 tyg.)	45,3
Dywidenda (%)	7,3	4,4		4,5		6,4		Max (52 tyg.)	55,0

Wyniki Dom Development za 4Q'15 nie przyniosły zaskoczeń, podobnie jak zaskakujący nie był optymistyczny wydźwięk konferencji zarządu po wynikach. Cele zarządu na 2016 r. odzwierciedlają nasze założenia z raportu z 28 stycznia lub lekko je przekraczają, co jest dobrym prognostykiem, biorąc pod uwagę, że w ostatnich latach zarząd z nawiązką realizował swoje zamierzenia. Warto zwrócić uwagę, że w samym 4Q'15 spółka nabyła 5 działek o potencjale ponad 1,8 tys. mieszkań. Okres od zakupu nowej nieruchomości przez Dom Development do

czasu uruchomienia projektu deweloperskiego znacznie się skrócił w ostatnim roku. Większość zakupionych w 4Q'15 działek powinno trafić do oferty jeszcze w 2016 r., co pozwala liczyć na wzrost sprzedaży mieszkań w 2016 r. (nasze prognozy zakładają stabilną sprzedaż). Zarząd deklaruje, że w dającej się przewidzieć przyszłości Dom Development nie zamierza zmienić polityki dywidendowej, co przy naszych prognozach oznaczałoby wzrost stopy dywidendy z tegorocznego poziomu 6,3% do 9,5% w 2018 r. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Echo Investment Akumuluj

Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca:	6,35 PLN		Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02				
	Cena docelowa:	6,57 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	517,4	577,4	11,6%	565,5	-2,1%	778,7	37,7%	Liczba akcji (mln)	412,7
EBITDA	514,7	667,2	29,6%	285,4	-57,2%	366,3	28,3%	MC (cena bieżąca)	2 620,6
marża EBITDA	99,5%	115,6%		50,5%		47,0%		EV (cena bieżąca)	5 728,6
EBIT	510,5	662,2	29,7%	280,0	-57,7%	360,9	28,9%	Free float	36,8%
Zysk netto	331,1	405,1	22,3%	147,4	-63,6%	222,8	51,1%		
P/E	7,9	6,5		17,8		11,8		Zmiana ceny: 1m	11,8%
P/CE	7,8	6,4		17,2		11,5		Zmiana ceny: 6m	0,8%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,9		Zmiana ceny: 12m	-5,1%
EV/EBITDA	9,3	7,9		20,1		16,8		Min (52 tyg.)	5,2
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		22,5		Max (52 tyg.)	7,3

Przed kilkoma dniami Echo Investment zawarło umowę sprzedaży 75% udziałów w Echo Prime Properties, spółce, do której docelowo trafi portfel ukończonych nieruchomości komercyjnych Echo Investment (biurowce i centra handlowe). Powyższa transakcja niesie kilka istotnych implikacji. Po pierwsze, szacujemy że już w wynikach finansowych za 4Q'15 Echo rozpozna zysk z wyceny do wartości godziwej nieruchomości będących przedmiotem transakcji w kwocie około 550-600 mln PLN (1,33-1,45 PLN/akcję). W naszych prognozach finansowych na Echo nie zakładaliśmy zysku z wyceny nieruchomości pracujących, stąd ogłoszona transakcja dostarcza argumentów do podniesienia naszej ceny docelowej dla akcji Echo. Po uwzględnieniu powyższego przeszacowania (oraz po 20-procentowym wzroście kursu Echo w tym tygodniu) wskaźnik P/B'15 szacujemy na 0,82x. Po drugie, finalizacja transakcji

będzie wiązała się ze znacznym zastrzykiem wolnej gotówki do spółki. Szacujemy, że kwota ta wyniesie około 1,5 mld PLN (ok. 3,70 PLN/akcję) i może być częściowo przeznaczona na wypłatę dywidendy. Wstępnie prognozujemy spadek LTV na koniec 2016 r. do około 40% (wartość ta uwzględnia uchwaloną wypłatę 590 mln PLN dywidendy w 2016 r. oraz CAPEX'16 w wysokości około 500 mln PLN). Powyższy poziom zadłużenia daje przestrzeń do wypłaty kolejnej atrakcyjnej dywidendy w 2017 r. Sądzymy że Echo będzie dążyło do sprzedaży nieruchomości komercyjnych wybudowanych w trakcie 2016 r. Teoretycznie powinno to stworzyć warunki do wypłaty w 2017 r. dywidendy na poziomie porównywalnym do 2016 r. Po wynikach rocznych zaktualizujemy nasze prognozy i cenę docelową, uwzględniając pozytywny wpływ sprzedaży portfela nieruchomości na wycenę. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

GTC Kupuj

Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca:	6,97 PLN		Data ostatniej aktualizacji:	2015-11-20				
	Cena docelowa:	8,20 PLN							
(mln EUR)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	122,9	124,3	1,2%	116,0	-6,7%	121,4	4,7%	Liczba akcji (mln)	460,2
EBITDA	-121,1	-123,8	2,3%	77,3		116,6	50,8%	MC (cena bieżąca)	3 207,7
marża EBITDA	-98,6%	-99,6%		66,7%		96,0%		EV (cena bieżąca)	5 545,5
EBIT	-121,6	-124,3	2,3%	76,9		116,1	51,0%	Free float	58,8%
Zysk netto	-146,8	-183,8	25,2%	34,9		77,6	122,6%		
P/E				21,2		9,5		Zmiana ceny: 1m	0,6%
P/CE				20,9		9,5		Zmiana ceny: 6m	23,1%
P/BV	0,8	1,2		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m	45,5%
EV/EBITDA				16,5		12,7		Min (52 tyg.)	4,8
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	7,5

W 2015 r. GTC z sukcesem zakończył restrukturyzację zadłużenia, przeprowadził emisję akcji, z której pozyskał 138 mln EUR na inwestycje oraz rozpoczął budowę Galerii Północnej - jednego z dwóch strategicznych dla spółki projektów. Uważamy, że lata 2016-2018 będą dla spółki okresem silnego wzrostu portfela nieruchomości pracujących, który dzięki prowadzonym inwestycjom i akwizycjom wzrośnie o 50% z obecnych 537 tys. m² do ponad 800 tys. m² powierzchni najmu. Szacujemy wzrost NAV w powyższym okresie w tempie CAGR równym 19% oraz wzrost FFO Yield z obecnych 4,5% do 10,2% w 2019 r.

Motorem wzrostu wyników będą dwa warszawskie projekty spółki, które powinny przynieść wyższe zyski niż pierwotnie szacowaliśmy. W naszej wycenie akcji GTC nie zakładamy zysków z przeszacowania portfela nieruchomości pracujących, co może być uzasadnione, biorąc pod uwagę ostatnią transakcję sprzedaży nieruchomości przez Echo. Portfel nieruchomości GTC jest wyceniony przy średniej stopie kapitalizacji wynoszącej 8,6%, co w naszej opinii daje przestrzeń do wzrostu wyceny w przyszłości. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Robyg		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		2,88 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-01-28	
		Cena docelowa:		3,40 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	485,9	409,3	-15,8%	468,8	14,5%	541,9	15,6%	Liczba akcji (mln)	263,1
EBITDA	57,8	61,8	6,9%	59,9	-3,1%	108,8	81,6%	MC (cena bieżąca)	757,7
marża EBITDA	11,9%	15,1%		12,8%		20,1%		EV (cena bieżąca)	963,0
EBIT	56,7	60,5	6,6%	58,1	-3,8%	106,6	83,4%	Free float	16,5%
Zysk netto	26,1	42,3	62,1%	77,0	82,0%	84,0	9,1%		
P/E	28,8	17,8		9,8		9,0		Zmiana ceny: 1m	-2,0%
P/CE	27,6	17,3		9,6		8,8		Zmiana ceny: 6m	18,5%
P/BV	1,8	1,7		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m	23,1%
EV/EBITDA	16,6	16,0		16,1		8,3		Min (52 tyg.)	2,2
Dywidenda (%)	2,8	2,8		3,8		7,6		Max (52 tyg.)	2,9

Robyga czekają przynajmniej dwa lata bardzo dobrych wyników finansowych. Spółka zbierze owoce silnego wzrostu sprzedaży mieszkań, mającego miejsce w minionych latach. Nasze prognozy implikują atrakcyjne poziomy wskaźników P/E'16=9,0x oraz P/E'17=9,6x, przy czym nie dyskontują one optymistycznego scenariusza. Opublikowane w styczniu prognozy zarządu odnośnie liczby przekazania i EBIT w 2016 r. sugerują, że w zasięgu spółki jest zysk netto przekraczający 90 mln PLN. Zakładając, że spółka

wykaże się dużą sprawnością przy uruchamianiu nowych projektów deweloperskich w pierwszej połowie 2016 r., w 2017 r. realny jest wynik finansowy o 10-20% wyższy od naszych prognoz. Zarząd spółki zapowiada zdecydowane zmniejszenie udziału projektów JV w kolejnych latach, co w naszej ocenie znacznie zwiększa szansę na dalszą poprawę wyników spółki w przyszłości. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Handel

AmRest		Kupuj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		183,40 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		217,00 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 700,9	2 952,7	9,3%	3 338,8	13,1%	3 788,5	13,5%	Liczba akcji (mln)	21,2
EBITDA	207,2	316,0	52,5%	424,7	34,4%	508,8	19,8%	MC (cena bieżąca)	3 890,6
marża EBITDA	7,7%	10,7%		12,7%		13,4%		EV (cena bieżąca)	4 925,1
EBIT	17,4	109,9	531,0%	203,6	85,2%	242,7	19,2%	Free float	33,3%
Zysk netto	9,9	51,7	419,5%	143,3	177,4%	154,4	7,7%		
P/E	397,3	75,3		27,1		25,2		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/CE	19,8	15,1		10,7		9,3		Zmiana ceny: 6m	10,5%
P/BV	4,0	4,3		3,7		3,3		Zmiana ceny: 12m	58,5%
EV/EBITDA	23,3	15,2		11,6		9,6		Min (52 tyg.)	115,7
Dywid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	199,4

Najważniejszym wydarzeniem w marcu będzie publikacja wyników spółki za 4Q'15. Oczekujemy kolejnego kwartału mocnych wyników, na co wpływ powinny mieć poprawa sprzedaży/restaurację o 3% R/R, kolejny kwartał konsolidacji przejętych kawiarni w Rumunii i Bułgarii oraz kontynuowanie odpowiedniej dyscypliny kosztowej. Szacujemy, że przychody ze sprzedaży wyniosły 918 mln PLN w 4Q'15 (+14,8% R/R). Jednocześnie utrzymujący się niski poziom cen żywności oraz optymalizacja kosztów restauracji powinny przełożyć się na poprawę marży brutto na sprzedaży restauracji o 2p.p. R/R do 17,9%. W podziale na dywizje oczekujemy: i) poprawy rentowności EBITDA o 3,5p.p. R/R do 14,7% w Inne CEE (w 3Q'15 marża EBITDA wzrosła o 6,1p.p. R/R do

15,4% w wyniku konsolidacji kawiarni Starbucks działających w Rumunii i Bułgarii); ii) wypracowania 1,8 mln PLN EBITDA w dywizji Nowe Rynki (zakładana marża EBITDA to 2,9% w 4Q'15); iii) zmniejszenia rentowności na rynku polskim i hiszpańskim do 12,3% (-0,6p.p. R/R) oraz 21,1% (-1,5p.p. R/R; efekt wysokiej bazy). Oczekujemy, że spółka rozpozna 17 mln PLN odpisów na aktualizację aktywów w 4Q'15. Uwzględniając powyższe czynniki szacujemy, że wynik EBITDA wyniesie 107,2 mln PLN w 4Q'15 (+60% R/R), a marża EBITDA wyniesie 11,7% w 4Q'15 (+3,3p.p. R/R). Szacujemy, że zysk netto powinien wynieść 25,2 mln PLN w 4Q'15 (+253,7% R/R). Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do spółki.

CCC		Trzymaj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		147,30 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-03-04	
		Cena docelowa:		149,00 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 643,1	2 009,1	22,3%	2 307,7	14,9%	3 212,5	39,2%	Liczba akcji (mln)	38,4
EBITDA	203,4	295,9	45,5%	307,6	3,9%	397,9	29,4%	MC (cena bieżąca)	5 656,3
marża EBITDA	12,4%	14,7%		13,3%		12,4%		EV (cena bieżąca)	6 029,8
EBIT	167,5	243,2	45,2%	248,5	2,2%	315,5	26,9%	Free float	57,8%
Zysk netto	125,2	214,0	70,9%	195,0	-8,9%	206,1	5,7%		
P/E	45,2	26,4		29,0		27,4		Zmiana ceny: 1m	17,7%
P/CE	35,1	21,2		22,3		19,6		Zmiana ceny: 6m	-10,2%
P/BV	9,6	5,9		5,0		4,5		Zmiana ceny: 12m	-20,6%
EV/EBITDA	28,7	20,5		19,6		16,6		Min (52 tyg.)	109,0
Dywid (%)	1,1	1,1		2,0		1,0		Max (52 tyg.)	198,9

CCC opublikowało dobre dane w 4Q'15, w których największym zaskoczeniem była wyższa niż wcześniej komunikowana przez zarząd marża brutto na sprzedaży. Jednocześnie dobra dyscyplina kosztów pozwoliła spółce obniżyć koszty SG&A/mkw. o 19,7% R/R. W efekcie EBIT/zysk netto wyniosły 118,3/105,2 mln PLN w 4Q'15 i były powyżej oczekiwań rynkowych o odpowiednio 25,3%/14,5%. Przychody ze sprzedaży wzrosły o 41,2% R/R do 322 mln PLN w I-II'15 (pomimo efektu wysokiej bazy), co wynika ze sprzyjających warunków pogodowych, wyprzedawania kolekcji jesień-zima'15 oraz konsolidacji E-obuwie. Wysoka dynamika sprzedaży zanotowana w miesiącach I-II'16 pozwala sądzić, że spółka znacząco zmniejszyła zapas kolekcji jesień-zima'16 (mocno ograniczone ryzyko przechowywania towarów do kolejnego sezonu), co powinno pozwolić spółce na

lepsze zarządzanie kapitałem obrotowym. Pozytywnie należy ocenić zanotowanie podobnego poziomu R/R sprzedaży/mkw. na rynku niemieckim w I-II'16, pomimo wzrostu powierzchni sprzedażowej o około 94%. Implikuje to wysoką dwucyfrową sprzedaż porównywalną na tym rynku. Jednocześnie zwracamy uwagę, że miesiącem sprzedażowym w 1Q jest marzec, w którym spółka sprzedaje większość towarów w pełnej cenie realizując najwyższą marżę. Uważamy, że CCC jako lider na rynku polskim jest odpowiednio spozycjonowana na wzrost siły nabywczej polskiego konsumenta. Naszym zdaniem kluczowymi elementami wpływającymi na wycenę spółki będą wyniki osiągane na rynku niemieckim, generowana rentowność oraz poziom sprzedaży porównywalnej w kolejnych miesiącach. Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do waloru.

Eurocash		Redukuj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		51,90 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		47,30 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	16 537,5	16 963,8	2,6%	20 318,2	19,8%	22 096,4	8,8%	Liczba akcji (mln)	138,7
EBITDA	402,1	412,5	2,6%	475,6	15,3%	538,4	13,2%	MC (cena bieżąca)	7 196,3
marża EBITDA	2,4%	2,4%		2,3%		2,4%		EV (cena bieżąca)	7 431,7
EBIT	285,7	287,2	0,5%	325,1	13,2%	386,0	18,7%	Free float	46,3%
Zysk netto	221,0	180,5	-18,3%	212,4	17,6%	255,9	20,5%		
P/E	32,8	39,9		33,9		28,1		Zmiana ceny: 1m	-3,4%
P/CE	21,5	23,5		19,8		17,6		Zmiana ceny: 6m	18,0%
P/BV	8,2	7,2		6,5		5,8		Zmiana ceny: 12m	61,2%
EV/EBITDA	19,4	19,6		15,6		13,5		Min (52 tyg.)	31,2
Dyield (%)	1,7	1,5		1,5		1,5		Max (52 tyg.)	58,3

Wyniki Eurocash w 4Q'15 były zbliżone do oczekiwań rynkowych. Najważniejszym elementem w wynikach spółki w roku 2015 była znaczna poprawa przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, które łącznie wyniosły 978 mln PLN w 2015 roku. Finalnie spółka zakończyła rok 2015 z DN/EBITDA na poziomie 0,4x vs. 2,1x na koniec 2014 roku. Uważamy, że dalszy potencjał do poprawy cyklu konwersji zapasów jest ograniczony. Negatywnym elementem wyników był spadek sprzedaży porównywalnej w C&C oraz sieci Delikatesy Centrum o odpowiednio 3,53% (po części efekt kanibalizacji) oraz 0,28%. Spółka otworzyła 73 nowe sklepy sieci Delikatesy Centrum, co było znacznie poniżej celu wyznaczonego przez zarząd (120-140 placówek). Istotne umocnienie bilansu stwarza potencjał do dokonania przez Eurocash kolejnych przejęć w 2016 roku (na koniec 2015 roku Grupa

ogłosiła przejęcie spółki Polska Dystrybucja Alkoholi). Ze względu na fakt, że Eurocash ma silną pozycję rynkową w podstawowych segmentach działalności, sądzimy że trudno będzie przejąć duży podmiot mający podobny profil biznesowy. Naszym zdaniem bardziej realnym scenariuszem będzie przejęcie kilku mniejszych podmiotów, co powinno mieć umiarkowany wpływ na wycenę spółki (ryzyko dłuższej integracji, mniejszy wpływ na wyniki spółki). Ponadto w naszych szacunkach bierzemy pod uwagę pozytywny wpływ dodatniej dynamiki cen żywności na sprzedaż porównywalną spółki oraz coraz większą siłę nabywczą konsumentów w 2016 roku. Pomimo uwzględnienia sprzyjających warunków rynkowych, uważamy wartość spółki za zbyt wysoką i zalecamy redukcję akcji.

Jeronimo Martins		Kupuj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		13,87 EUR		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		15,10 EUR					
(mln EUR)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Przychody	11 829,3	12 680,0	7,2%	13 728,0	8,3%	14 624,9	6,5%	Liczba akcji (mln)	629,3
EBITDA	777,0	732,0	-5,8%	784,2	7,1%	881,2	12,4%	MC (cena bieżąca)	8 725,2
marża EBITDA	6,6%	5,8%		5,7%		6,0%		EV (cena bieżąca)	9 300,7
EBIT	525,0	448,5	-14,6%	485,0	8,1%	574,1	18,4%	Free float	32,3%
Zysk netto	382,3	301,4	-21,2%	327,7	8,7%	401,5	22,5%		
P/E	22,8	28,9		26,6		21,7		Zmiana ceny: 1m	5,5%
P/CE	13,8	14,9		13,9		12,3		Zmiana ceny: 6m	19,7%
P/BV	6,3	6,3		6,5		4,9		Zmiana ceny: 12m	35,7%
EV/EBITDA	12,0	12,6		11,9		10,0		Min (52 tyg.)	44,4
Dyield (%)	2,4	2,4		4,5		0,0		Max (52 tyg.)	60,2

Kontynuacja wzrostu cen żywności R/R oraz oczekiwane zwiększone wydatki konsumpcyjne w Polsce powinny pozytywnie wpłynąć na sprzedaż porównywalną realizowaną przez sklepy Biedronka w 2016 roku. Spółka opublikowała bardzo dobre wyniki za 4Q'15, poprawiając sprzedaż porównywalną we wszystkich liniach biznesowych. Odpowiednie dostosowanie oferty produktowej, modernizacja sklepów oraz dyscyplina kosztowa pozwoliły spółce utrzymać 5,8% marży EBITDA (płasko R/R). Biorąc pod uwagę pojawienie się inflacji w cenach żywności pod koniec 2015 roku oraz szansę na kontynuowanie tego trendu w 2016 roku (efekt niskiej bazy), dalsze działania mające na celu stymulowanie sprzedaży oraz sprzyjające warunki makroekonomiczne, spółka powinna być w stanie dalej poprawiać sprzedaż

porównywalną w sieci Biedronka. Wartościowy wzrost sprzedaży powinien przełożyć się na rozwodnienie kosztów SG&A, co wspierałoby osiąganą marżę EBITDA. Poprawa efektywności sprzedaży, dyscyplina kosztowa oraz ograniczone wydatki inwestycyjne pozwoliły spółce wypracować 482 mln EUR FCF w 2015 roku vs. 267 mln EUR w 2014 roku. W 2016 roku spółka planuje zwiększenie wydatków inwestycyjnych R/R (przed wszystkim inwestycje w nowe sklepy oraz modernizację istniejących), co powinno dodatkowo wspierać wyniki JMT. W połowie marca spółka opublikuje dodatkowe informacje strategii rozwoju sieci Ara w Kolumbii, co może pozytywnie wpłynąć na wycenę JMT. Biorąc powyższe pod uwagę zalecamy kupowanie akcji spółki.

LPP
Redukuj

Analityk: Piotr Bogusz	Cena bieżąca: 5 099 PLN		Cena docelowa: 4 900 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02				
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	4 116,3	4 769,3	15,9%	5 130,3	7,6%	5 964,0	16,2%	Liczba akcji (mln)	1,8
EBITDA	764,1	802,8	5,1%	726,8	-9,5%	757,1	4,2%	MC (cena bieżąca)	9 229,6
marża EBITDA	18,6%	16,8%		14,2%		12,7%		EV (cena bieżąca)	9 850,4
EBIT	615,9	609,1	-1,1%	503,2	-17,4%	505,0	0,4%	Free float	57,7%
Zysk netto	430,9	479,5	11,3%	352,0	-26,6%	385,7	9,5%		
P/E	21,4	19,2		26,2		23,9		Zmiana ceny: 1m	-3,2%
P/CE	15,9	13,7		16,0		14,5		Zmiana ceny: 6m	-35,3%
P/BV	6,2	5,6		4,9		4,1		Zmiana ceny: 12m	-27,9%
EV/EBITDA	12,4	12,0		13,6		13,0		Min (52 tyg.)	5 011,0
Dyid (%)	1,7	1,9		0,6		1,0		Max (52 tyg.)	8 099,0

Wyniki za 4Q'15 potwierdzają trendy zaobserwowane w poprzednich kwartałach. Wzmocniona konkurencja na rynku oraz postępujący efekt kanibalizacji sklepów przełożyły się na 12,1% R/R wzrost sprzedaży, poniżej tempa wzrostu powierzchni sprzedażowej na poziomie 16,7% R/R. Ponadto w wyniku wzrostu kursu USDPLN R/R oraz presji cenowej ze strony konkurencji, marża brutto na sprzedaży obniżyła się o 4,2p.p. R/R do 54,8% w 4Q'15. Koszty SG&A/mkw. zmniejszyły się o 10,1% R/R (skala mniejsza niż wykazana w poprzednich kwartałach), co było efektem coraz większej presji ze strony kosztów wynagrodzeń. W efekcie EBIT/zysk netto wyniosły 235,9/173 mln PLN i były niższe od oczekiwań rynkowych o około 10%. W styczniu oraz lutym LPP wypracowało 759 mln PLN przychodów, odnotowując wyższą dynamikę sprzedaży (+21,3% R/R) od tempa wzrostu powierzchni sprzedażowej (około 17%R/R). Wysoka dynamika

sprzedaży wygenerowana była dzięki intensywnym wyprzedzom, co w połączeniu ze wzrostem kosztów zakupu towarów denominowanych w USD przełożyło się na spadek marży brutto na sprzedaży o 6p.p. R/R do 44% w I-II'16. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach skala spadku rentowności sprzedaży powinna się zmniejszać ze względu na efekt niskiej bazy. Uważamy jednak, że trudno będzie spółce utrzymać podobny R/R poziom marży brutto na sprzedaży w 2016 roku. Jednocześnie negatywnie na wyniki powinny wpływać zwiększone koszty wynagrodzeń (presja na koszty SG&A/mkw.). Negatywnie odbieramy planowane spowolnienie tempa rozwoju powierzchni sprzedażowej do 11-13% R/R w 2016 roku, co naszym zdaniem sprawia, że duża część premii w wycenie spółki nie znajduje uzasadnienia. Podtrzymujemy nasze negatywne podejście do waloru.

Inne

Work Service		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		11,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		13,70 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	918,4	1 739,8	89,4%	2 115,5	21,6%	2 381,6	12,6%	Liczba akcji (mln)	67,4
EBITDA	8,7	89,1	922,1%	103,2	15,8%	120,5	16,7%	MC (cena bieżąca)	741,0
marża EBITDA	0,9%	5,1%		4,9%		5,1%		EV (cena bieżąca)	1 045,7
EBIT	3,9	89,1	2181,6%	91,8	2,9%	106,6	16,2%	Free float	30,6%
Zysk netto	26,5	36,2	37,0%	32,8	-9,4%	47,4	44,4%		
P/E	25,5	20,4		22,6		15,6		Zmiana ceny: 1m	-10,6%
P/CE	21,6	20,4		16,7		12,1		Zmiana ceny: 6m	-34,4%
P/BV	2,9	1,9		2,0		1,7		Zmiana ceny: 12m	-48,8%
EV/EBITDA	87,5	9,9		10,1		8,6		Min (52 tyg.)	11,0
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	22,0

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Work Service. W 2015 r. wyniki Grupy uległy pogorszeniu, głównie ze względu na spadek rentowności pracy tymczasowej, która odpowiada za ponad 70% sprzedaży, co przy wzroście kosztów SG&A o blisko 34% R/R przełożyło się na stagnację na linii EBIT. Powodem spadku rentowności pracy tymczasowej Work Service były głównie problemy na rynku niemieckim. Joint venture Work Service z Fiege Logistik Stiftung, konsolidowane przez Work Service, otrzymuje blisko połowę

zamówień od grupy Fiege, dużego operatora logistycznego. Spadek zamówień dla Fiege przełożył się na spadek popytu na pracowników tymczasowych od joint venture, gdzie część pracowników była z góry zakontraktowana na cały rok. W 2016 r. celem Work Service jest przeniesienie pracowników do innych podmiotów na rynku niemieckim. Tempo realizacji tego zadania znajdzie naszym zdaniem odzwierciedlenie w poziomie notowań Grupy.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie Miesięcznym:
BZ WBK

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04
kurs z dnia rekomendacji	311,50	285,25	260,20	297,50
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89	46448,27

CCC

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2015-12-15	2016-02-02	2016-03-04
kurs z dnia rekomendacji	132,00	124,40	147,30
WIG w dniu rekomendacji	43887,16	44294,89	46448,27

Energa

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2015-07-30	2015-11-25	2016-02-02	2016-03-04
kurs z dnia rekomendacji	19,70	13,50	13,48	13,11
WIG w dniu rekomendacji	52288,10	47908,15	44294,89	46448,27

Handlowy

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2015-07-03	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04
kurs z dnia rekomendacji	92,97	85,50	70,00	74,46	84,41
WIG w dniu rekomendacji	53074,71	51519,45	46247,43	44294,89	46448,27

ING BSK

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04
kurs z dnia rekomendacji	123,20	120,25	111,00	121,45
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89	46448,27

Komercni Banka

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2016-02-02	2016-03-04
kurs z dnia rekomendacji	5239,00	4942,00
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	46448,27

Kopex

rekomendacja	Trzymaj	Zawieszona
data wydania	2016-02-02	2016-03-04
kurs z dnia rekomendacji	3,53	2,30
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	46448,27

Kruk

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2016-02-02	2016-03-04
kurs z dnia rekomendacji	168,70	187,50
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	46448,27

Pekao

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj	Redukuj	Sprzedaj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04
kurs z dnia rekomendacji	164,40	147,50	139,40	156,70
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89	46448,27

PKN Orlen

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2015-10-09	2016-02-02	2016-03-04
kurs z dnia rekomendacji	64,50	61,43	64,73
WIG w dniu rekomendacji	51222,77	44294,89	46448,27

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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
EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – Zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgową
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 księgową) - 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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

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 5%-15%
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%
REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%
SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. 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 stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku 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.

Dom Maklerski mBanku 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, Indata Software, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

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

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Groclin, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Kęty, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, Pfeiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, PZU, RBL, Robyg, Rubikon Partners NF1, Seco Warwick, Skarbielc Holding, Sokołów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, Uniwheels. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

Niniejszy Przegląd miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez Dom Maklerski mBanku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 10 Przeglądu miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji dokonanych w Przeglądzie miesięcznym znajduje się na stronie 11 niniejszego opracowania.

W związku z powyższym – w ocenie Domu Maklerskiego mBanku S.A. – 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 S.A. 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.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

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

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

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

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

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

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

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

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.

Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-082 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mdm.pl

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

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

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

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

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

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl