

wtorek, 6 grudnia 2016 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: grudzień 2016

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Rynki finansowe bagatelizują problemy, skupiając się na oczekiwanym przyspieszeniu wzrostu gospodarczego w USA i strefie euro, co może trwać kilka dni lub równie dobrze kilka tygodni. Po włoskim „nie” w odwołaniu ECB, zaś sentyment inwestorów wskazuje na przegrzanie rynku w krótkim okresie.

Ze spółek

Finanse

W ostatnim miesiącu nasiliły się komentarze ze strony Kancelarii Prezydenta, Ministerstwa Finansów czy BFG o wprowadzenia dalszych kroków w celu zmuszenia banków do przewalutowania ekspozycji na CHF. Uważamy, że wraz z trwającymi pracami nad ustawą spreadową oraz ogłoszeniem nowych stawek BFG na 2017 rok negatywny sentyment do sektora bankowego może się utrzymać również w grudniu. Z drugiej strony ostatnią słabość banków zagranicznych takich jak Erste czy KB wykorzystalibyśmy do zakupów.

Paliwa

Porozumienie OPEC to strukturalna zmiana otoczenia makro w sektorze paliwowym, która zwiastuje deficyt na rynku surowca w 2017 roku. Wymusi ono również dostosowania w portfelach akcyjnych. Oczekujemy redukcji pozycji w spółkach, które były głównymi beneficjentami taniej ropy i gazu, a więc podmiotach petrochemicznych i rafineryjnych kosztem spółek z ekspozycją na segment wydobywczy. Najciekawiej w tym kontekście prezentuje się PGNiG. Podtrzymujemy negatywne nastawienie do PKN Orlen.

Energetyka

Sentyment do sektora w Europie uległ osłabieniu z uwagi na mocną korektę cen węgla i powrót notowań uprawnień emisyjnych w okolice tegorocznych minimów. Naszym zdaniem rynek surowcowy powinien jednak w kolejnych miesiącach nadal sprzyjać wytwórcom zintegrowanym pionowo (oczekujemy kontynuacji wzrostów cen ropy i gazu). W tym kontekście podtrzymujemy pozytywne nastawienie do CEZ. Wśród polskich koncernów energetycznych faworyzujemy Enerę i Tauron, choć po ostatnich wzrostach obniżamy rekomendacje z kupuj do akumuluj.

Telekomunikacja, Media, IT

Podtrzymujemy pozytywne podejście do CMR, ALL, ATD i ABS. Wymienione spółki IT prezentują relatywnie dobre tempo wzrostu wyników, mocny bilans, ciekawe rozwiązania własne i rosnący udział eksportu w sprzedaży. Liczymy na wzrost notowań Agory restrukturyzującej segment prasowy oraz WPL, którą cechuje unikatowy model biznesowy, wzrost wyników dzięki ekspozycji na rynek online i e-commerce oraz potencjał dywidendowy.

Przemysł

W 3Q'16 65% spółek przemysłowych poprawiło ubiegłoroczne rezultaty i proporcja była zbliżona do 1Q'16 oraz 2Q'16. Wyniki gorzej wypadły na tle oczekiwań, gdyż jedynie 41% spółek przedstawiło rezultaty lepsze od naszych oczekiwań (najgorzej od 3Q'15). Według nas najlepsze perspektywy wzrostu kursu akcji dają Ergis, Feerum, Pfleiderer Group, Kernel, oraz Uniwheels. Słabiej od rynku zachowywać się mogą Alumetal oraz Kruszwica.

Budownictwo

Przy utrzymującej się słabej koniunkturze w budownictwie preferujemy dużych GW, będących liderami w swoich sektorach: Budimex, Trakcja, Unibep, Elbudowa. Mocną pozycję tych spółek potwierdziły wyniki 3Q'16.

Deweloperzy

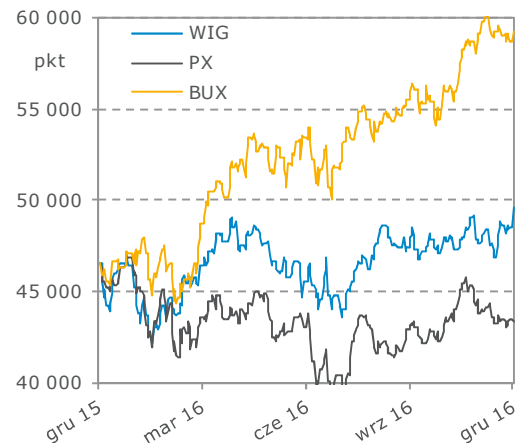
Podaż nowych inwestycji mieszkaniowych przestała rosnąć, a z kolei zaczęły ceny mieszkań (+4,2% r/r). Przeważamy LCC, 1AT, LKD, ROB, DOM i VTG. Dew. komer. z mniejszym potencjałem, lecz dalecy od przewartościowania.

Handel

Sprzyjające warunki pogodowe wspierały wyniki sprzedażowe CCC i LPP w XI'16. AmRest opublikował bardzo dobre rezultaty za 3Q'16 oraz kontynuuje realizację strategii akwizycyjnej w regionie. Postępująca inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych powinna wspierać wyniki EUR oraz JMT.

WIG 49 647
Średnie P/E 2016 13,7
Średnie P/E 2017 12,8
Średni dzienny obrót (3M) 798 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
CEZ	kupuj	▲
Energa	akumuluj	▼
Jeronimo Martins	trzymaj	▲
KGHM	zawieszona	►
PGNiG	kupuj	▲
RBI	trzymaj	▼
Tauron	akumuluj	▼
Unibep	kupuj	▲
Work Service	zawieszona	►

Departament Analiz:

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

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl

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

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@mbank.pl

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

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

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

Spis treści

1. Rynek akcji	4
2. Makroekonomia	9
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. Komerčni 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
12.3. Comarch	32
13. Górnictwo i metale	33
13.1. KGHM	33
13.2. LW Bogdanka	33
14. Przemysł	34
14.1. Elemental	34
14.2. Famur	34
14.3. Kernel	35
14.4. Kęty	35
14.5. UNIWHEELS	36
14.6. Vistal	36
15. Budownictwo	37
15.1. Budimex	37
15.2. Elektrobudowa	37
15.3. Erbud	38
15.4. Unibep	38

16. Deweloperzy.....	39
16.1. Capital Park.....	39
16.2. Dom Development.....	39
16.3. Echo Investment.....	40
16.4. GTC.....	40
16.5. Robyg.....	41
17. Handel.....	42
17.1. AmRest.....	42
17.2. CCC.....	42
17.3. Eurocash.....	43
17.4. Jeronimo Martins.....	43
17.5. LPP.....	44
18. Inne	45
18.1. Work Service	45

Rynek akcji

Wynik wyborów prezydenckich w USA, „nie” w referendum we Włoszech... Reakcja rynków finansowych pokazuje, że każde wydarzenie które dotychczas było opisywane jako „istotny czynnik ryzyka”, przynajmniej krótkoterminowo zostaje zinterpretowane pozytywnie. Inwestorzy żyją oczekiwaniami na wyższy wzrost w USA. Uwierzyli w program gospodarczy Trumpa, zakładając że otoczenie prezydenta elekta nie dopuści do realizacji kontrowersyjnych projektów. Referendum we Włoszech „stawia pod ścianą ECB”, które w tym tygodniu zapewne przedłuży QE. Rynek zdaje się nie przyjmować licznych problemów, jakie zostały wykreowane w ostatnich tygodniach. Dane z gospodarki amerykańskiej praktycznie gwarantują podwyżkę stóp na grudniowym posiedzeniu FED, ale to już od dawna jest wycenione przez inwestorów. Dane o sentymencie inwestorów wskazują, że rynek krótkoterminowo jest przegrzany, ale jak pokazuje historia to napływ pieniędzy decyduje o trendzie, a nie wskaźniki czy wyceny. A tu pojawiło się ogromne źródło kapitału w postaci realokacji oszczędności z długu do akcji (dopóki nie oznacza to ryzyka kolejnego kryzysu zadłużeniowego w strefie euro).

Podczas gdy największe światowe gospodarki – włącznie ze strefą euro – publikują dane wskazujące na przyspieszenie wzrostu gospodarczego to w Polsce pomimo, że sytuacja na rynku pracy jest dobra, a budżety gospodarstw domowych zasilają transfery z budżetu, momentum makro w polskiej gospodarce słabnie. Dotyczy to zarówno spadku produkcji przemysłowej, jak i sprzedaży detalicznej rosnącej wolniej niż oczekiwano, zaś przede wszystkim zastoju w inwestycjach publicznych. Ryzyko polityczne nie maleje, zatem dlaczego WIG20 rozpoczął grudzień silnymi zwyczajami? Pierwszym powodem jest napływ kapitału do globalnych funduszy pasywnych (ETF), które kupują szeroki rynek bez jakiegokolwiek analizy. Nieoczekiwanie agencja Standard & Poor's, która nie dość, że nie obniżyła oceny kredytowej Polski po zmianach dotyczących okresu emerytalnego to jeszcze utrzymując rating na poziomie BBB+ podniosła jego perspektywę z negatywnej do stabilnej (agencja zakłada 3% wzrost PKB w 2017 roku, zaś nasi makroekonomiści max. 2,5%). To spowodowało, że niedoważeni w polskich akcjach inwestorzy zagraniczni zaczęli zamykać pozycję krótką, szczególnie w sektorze bankowym. Wreszcie lepsze dane z gospodarki europejskiej, a przede wszystkim z Niemiec dają nadzieję, że polska gospodarka znajdując się obecnie w dołku spowolnienia – słabe dane to tylko odłożenie w czasie konsumpcji wynikającej z pozytywnego otoczenia po stronie polskiego konsumenta, a od wiosny 2017 ruszą wreszcie inwestycje infrastrukturalne...

Prezydentem Donald Trump...

Wbrew sondażom i oczekiwaniom analityków kolejnym prezydentem USA został Donald Trump, a Republikanie, mając większość w Senacie i Izbie Reprezentantów, otrzymali bardzo silną władzę. Podobnie jak w przypadku BREXITU percepcja inwestorów zmieniła się w ciągu kilku godzin i scenariusz giełdowego armagedonu przerodził się w historię zakupów. Inwestorom i analitykom z banków inwestycyjnych wystarczyło „stonowane” pierwsze wystąpienie prezydenta elekta, żeby uwierzyć w to, że Trump jest nawet lepszym kandydatem na prezydenta niż Clinton i ma świetny program gospodarczy. Wydaje się, że tak jak rynki wcześniej demonizowały Trumpa (skupiając się przede wszystkim na

ekscesach i kontrowersyjnych pomysłach – takich jak wojny handlowe czy masowe deportacje) tak teraz dyskontują już sukces gospodarczy USA, zapominając o sprzecznych obietnicach wyborczych (a raczej z góry zakładając, że nie będą one realizowane), na których prezydent elekt zbudował swoją siłę. Trump ma nadal wielu wrogów nawet we własnej Partii, więc żeby utrzymać swoją pozycję i popularność musi dbać o elektorat, a to może się wiązać z realizacją przynajmniej części tychże obietnic. Prezydent może np. jednostronnie wypowiedzieć umowy handlowe takie jak Partnerstwo Transpacyficzne, Transatlantyckie Partnerstwo w dziedzinie Handlu i Inwestycji czy NAFTA. Oprócz niewątpliwie dobrych i relatywnie prostych do przeprowadzenia reform (redukcja przepisów, systemu podatkowego, samowystarczalność energetyczna) flagowe koncepcje gospodarcze są trudne do pogodzenia. Kontrowersje wewnątrz samej Partii Republikańskiej budzi projekt obniżenia podatków dla korporacji i jednocześnie podatku dochodowego, który w koncepcji Trumpa odpowiada za 2,5% PKB. Z drugiej strony, planowane inwestycje infrastrukturalne są ambitnym projektem, ale pojawia się problem ich finansowania (przy rekordowym zadłużeniu Skarbu USA i obiecywanym obniżeniu podatków). W konfrontacji z administracją i realiami gospodarczo-politycznymi program Trumpa zostanie rozwodniony, co zakłada silny konsensus rynkowy.

Jednym z efektów wyborów prezydenckich w USA jest wzrost oczekiwań inflacyjnych, a tym samym dynamiczny wzrost rentowności obligacji. Wypzedaż papierów skarbowych powoduje napływ kapitału na rynek akcji. Inwestorzy na obecną chwilę, nie podejmują tematu rosnących rentowności obligacji również w Europie, która nie rozwiązała jeszcze problemu kryzysu zadłużeniowego, a niskie rentowności utrzymują się tylko dzięki działaniom ECB (rentowność 10Y obligacji włoskich, francuskich czy hiszpańskich na poziomie niższym niż 10Y USA). Rynki traktują jako pewnik, że ECB w grudniu (a najpóźniej w styczniu) przedłuży o kolejne miesiące program QE (o 6 miesięcy przy skupie na poziomie 80 mld EUR miesięcznie lub wydłużając o kolejne miesiące i jednocześnie zmniejszając skalę zakupów). Problem polega na tym, że przy skupie 80 mld EUR miesięcznie w przyszłym roku ECB osiągnie limity (33%) maksymalnego zaangażowania w dług jednego kraju (dotyczy to m.in. Niemiec, Włoch). Oznacza to, że zanim pojawią się nowe pomysły jak zapobiec rozpadowi Unii Monetarnej, wzrosnie niepewność co do stabilności strefy. To jednak nie jest problem najbliższej przyszłości

... addio Matteo Renzi!

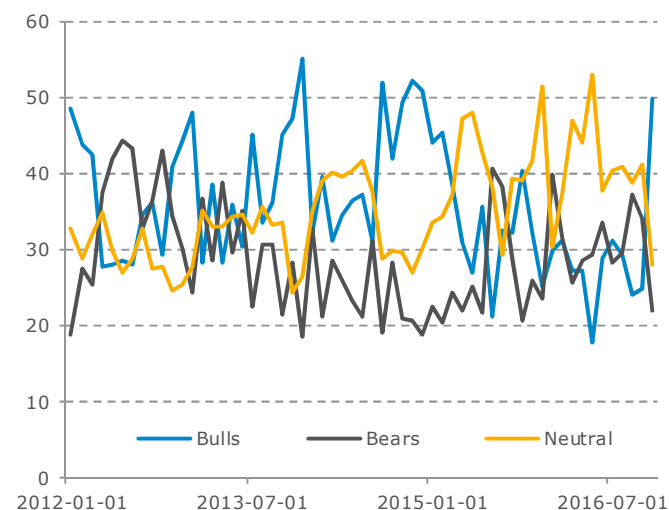
Wybór Trumpa umacnia pozycję populistycznych partii opozycyjnych w Europie, a przyszłoroczny kalendarz wyborczy w Europie jest bardzo bogaty (wybory parlamentarne: 15 marca Holandia – wysokie szanse zwycięstwa populistycznej PVV, 11-18 czerwca Francja, sierpień-październik Niemcy; ponadto wybory prezydenckie we Francji 23 kwietnia, referendum separacyjne w Katalonii we wrześniu). Wkrótce rozpoczynają się negocjacje ws. wyjścia Wielkiej Brytanii z UE. Włoskie „nie” w referendum ws. zmian konstytucyjnych, a w efekcie rezygnacja ze stanowiska Premiera Matteo Renzi, oznacza wzrost ryzyka dotyczącego sektora bankowego w tym kraju. Naszym zdaniem w krótkim okresie inwestorzy wykorzystują sytuację, spekulując że ECB nie ma wyjścia i MUSI przedłużyć QE. Rynki zakładają, że powstanie rząd technokratyczny, który w razie potrzeby będzie wspierał krajowe banki (w pierwszej kolejności Monte dei Paschi di Siena), a wybory parlamentarne odbędą się dopiero na początku 2018 roku, co oznacza że populistyczna partia Ruch Pięciu Gwiazd nie dojdzie do władzy. Dalszy rozwój sytuacji

politycznej we Włoszech, podobnie jak wynik wyborów we Francji czy Niemczech w dużej mierze będą zależeć od sytuacji gospodarczej w kolejnych miesiącach. Każde spowolnienie będzie zwiększać szanse populistów. Na chwilę obecną wydaje się, że momentum makro ulega jednak poprawie. Dodatkowo, obecna elita rządząca mając świadomość nastrojów społecznych i wyników ostatnich wyborów, może być skłonna do uruchomienia stymulacyjnych pakietów fiskalnych pobudzających gospodarkę (w Niemczech mówi się o 15-20 mld EUR), co również zostałoby entuzjastycznie przyjęte przez rynki finansowe.

Bulls & Bears – sentyment inwestorów

Z danych AII wynika, że sentyment inwestorów indywidualnych w USA osiągnął najbardziej optymistyczny poziom od końca 2014 roku, co ma istotny wpływ m.in. na skalę środków lokowanych w ETF. Na koniec listopada odsetek optymistów wzrósł do 49,9%, a pesymistów spadł do 22,1%. Wyraźnie widać, że niezdecydowani, których udział w badaniu w połowie roku wynosił aż 53%, przesunęli swoje środki w bardziej ryzykowne aktywa. Skala odchylenia optymistów od średnich wskazuje na przegrzanie rynku w krótkim okresie.

Bulls & Bears w USA



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nadal nie wiemy, co z OFE

Kiedy w lipcu Wicepremier Morawiecki prezentował strategię budowania krajowych oszczędności, rynki zareagowały pozytywnie, po części odraabiając dyskontowane wcześniej negatywne scenariusze zakładające przejęcie przez Państwo wszystkich aktywów zgromadzonych w OFE. Zgodnie z pierwotnymi planami na przełomie 2016/17 miał być gotowy pakiet zmian ustawowych, a w połowie roku miały zostać wprowadzone w życie niezbędne zmiany legislacyjne. Tymczasem Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej zakończyło przegląd systemu emerytalnego. Z informacji medialnych (dokument nie został upubliczniony) wynika, że podtrzymana została rekomendacja zakładająca, że 25% aktywów pozostających w OFE trafi do Funduszu Rezerwy Demograficznej, a pozostałe 75% na IKE w ramach III filara (zarządzane przez przekształcone OFE). Wraz ze słabnącym momentum makro obawy o to, że politycy będą chcieli sięgnąć po całość aktywów OFE rośnie. Tym niemniej należy zauważyć, że pomimo niższego wzrostu PKB wpływy budżetowe są wyższe r/r (po październiku deficyt to -24,5 mld PLN), co jest efektem większej ściągalskości VAT, wyższego zysku NBP, ale również efektem jednorazowego wpływu ze sprzedaży częstotliwości LTE (+9 mld PLN). Ponadto lepsze dane z gospodarki europejskiej, a przede wszystkim z Niemiec, dają nadzieję, że polski PKB znajduje się obecnie w dołku spowolnienia – słabe dane to tylko odłożenie w czasie konsumpcji wynikającej z pozytywnego otoczenia po stronie polskiego konsumenta, zaś od wiosny 2017 ruszą wreszcie inwestycje infrastrukturalne. Na taki scenariusz mógłby wskazywać listopadowy odczyt PMI dla przemysłu, który wzrósł z 50,2 pkt do 51,9 pkt (głównie dzięki wzrostowi produkcji z 50,5 do 52,9 i zatrudnienia z 51,5 do 53,9). Potwierdzenie tej tezy wymaga lepszych odczytów w kolejnych miesiącach. Na obecną chwilę obowiązuje scenariusz słabnącego makro, aż do przełomu roku (ożywienie w 2Q'17). Nasi makroekonomiści zwracają za to uwagę na rosnącą presję kosztową w przedsiębiorstwach co wynika z osłabienia PLN i wzrostu cen surowców...

Michał Marczak

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

Sektory w grudniu

Finanse

- Uważamy, że sentyment do polskiego sektora bankowego może być negatywny w grudniu. W ostatnim miesiącu nasilały się głosy z kancelarii prezydenta, BFG czy Ministerstwa Finansów o podjęciu kolejnych kroków do przewalutowania kredytów CHF takich jak podniesienia wag ryzyka. Ponadto, do sejmu trafiły ustawy „frankowe”, których wpływ na sektor waha się od 9 mld PLN do 70 mld PLN.
- W grudniu oczekujemy rozstrzygnięć dotyczących zakupu znaczącego pakietu akcji Banku Pekao przez PZU od UniCredit. Uważamy, że zakup >20% udziału w Pekao jest pozytywny dla PZU, które efektywnie zaalokuje swój kapitał nadwyżkowy ale negatywny dla Pekao gdzie pojawiają się obawy o przyszłą dywidendę oraz nawis podaży od UCI (7%).
- Kluczowe rekomendacje: Erste Bank (kupuj), KB (akumuluj), PZU (kupuj).

Paliwa

- Kartel OPEC pozytywnie zaskoczył rynek ogłaszając porozumienie w zakresie redukcji wydobycia do poziomu 32,5 mln baryłek od stycznia 2017. Dodatkowo Rosja zadeklarowała redukcję o 0,3 mln baryłek. Realizacja tych postanowień oznacza, że rynek ropy w 1H'17 wejdzie w deficyt i zaczną spadać zapasy. Dotychczasowe prognozy EIA przy założeniu aktualnej produkcji OPEC zakładały średnią nadwyżkę w 1H'17 na poziomie 0,8 mln baryłek/dzień.
- Marże rafinerijne w ostatnich tygodniach znalazły się pod presją, a po decyzji OPEC spadły poniżej 4 USD/Bbl. W kontekście kolejnych rekordów w eksporcie diesla z Chin oraz widocznej już normalizacji popytu na benzynę w USA (cena ropy już nie spada r/r i dynamika konsumpcji benzyny obniżyła się do zera z 3-4% wzrostu notowanych w poprzednich miesiącach) oczekujemy kontynuacji negatywnego trendu na rentowności przerobu. Problemem dla sektora może być także zawężający się dyferencjał Ural/Brent w związku z zapowiedzianym ograniczeniem dostępności ropy ciężkiej (Irak, Arabia Saudyjska, Rosja).
- Rentowność w obszarze petrochemii była pod presją jeszcze przed szczytem OPEC, który tylko dołączył oliwy do ognia. Marże spadają zarówno w olefinach jak i polimerach, co jest konsekwencją droższej ropy (rekordowa rentowność w ostatnich 2 latach to efekt braku przełożenia taniego surowca na klientów), ale również uruchomienia nowych mocy wytwórczych w Egipcie i Arabii Saudyjskiej. Przypominamy, że w przyszłym roku czekają nas największe wzrosty podaży na poliolefinach od lat (głównie nowe steam crackery w USA i w Chinach), co na pewno nie zostanie zrównoważone adekwatnym zwiększeniem zapotrzebowania.
- Kluczowe rekomendacje: PGNiG (kupuj), PKN Orlen (redukuj).

Chemia

- Mimo spadku notowań indeks MSCI Chemicals Europe nadal notowany jest z premią do swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA.
- W 3Q'16 wyniki wyraźnie gorsze od oczekiwań przedstawiły Grupa Azoty oraz Synthos. Rezultaty Ciech były lepsze od oczekiwań, ale perspektywa spadku wyników w 2017 roku zaważyła na kształtowaniu się notowań spółki po wynikach.

- Do końca roku dobry sentyment powinien utrzymywać się do Synthos (z uwagi na wzrosty cen kauczuków w Chinach oraz wypłacie 0,53 PLN dywidendy zaliczkowej w końcówce XII'16). W dłuższym terminie pozostajemy negatywni na spółkę z uwagi na dwucyfrowe premie do spółek porównywalnych.
- Notowania Grupy Azoty są pod presją oczekiwanych spadkowych wyników w kolejnych dwóch kwartałach, oraz możliwych wyższych cen nabycia gazu ziemnego.
- Kluczowe rekomendacje: Synthos (sprzedaj).

Energetyka

- Ceny energii w Europie spadły poniżej 30 EUR/MWh, co było związane z korektą notowań węgla w kontraktach rocznych oraz załamaniem cen CO2 (z prawie 6 EUR/t do 4 EUR/t) związanym z brakiem zapowiadanego porozumienia ws. uzdrowienia systemu ETS. W przypadku uprawnień trudno oczekiwać jakiejś rychłej poprawy, ale jeśli chodzi o węgiel to powinien on w średnim terminie odwzorowywać trendy na ropie i gazie.
- W Polsce kontrakt roczny nadal oscyluje wokół 160 PLN/MWh i nadal nie odwzorowuje ewentualnych wzrostów cen węgla na lokalnym rynku, mimo pojawiających się w tym temacie spekulacji prasowych. Ceny spotowe ARA są nadal 4 PLN/GJ wyższe od polskich, co przy koszcie transportu rzędu 3 PLN/GJ implikuje okienko arbitrażowe. Wydaje się, że podwyżki cen na lokalnym rynku są odwołane z uwagi na prowadzoną restrukturyzację kopalń.
- Projekt polskiego rynku mocy został przesłany do notyfikacji do Komisji Europejskiej i wydawało się, że po ostatniej decyzji ws. systemu wsparcia we Francji będzie to tylko formalność. Tymczasem w międzyczasie KE przedstawiła projekt funkcjonowania wspólnotowego rynku energii opierający się na wymianie transgranicznej i wprowadzający limity emisyjne dla źródeł objętych dopłatami za dyspozycyjność (praktyczna dyskryminacja źródeł węglowych). Dyskusja na ten temat na pewno będzie burzliwa i długa, tak więc nic nie jest jeszcze przesądzone, ale pojawiło się ryzyko opóźnień w implementacji mechanizmu mocowego w Polsce, co może komplikować analizę opłacalności nowych projektów, które zostały zapowiedziane przez sektor.
- Kluczowe rekomendacje: CEZ (kupuj), Energa (akumuluj), Tauron (akumuluj).

Telekomunikacja, Media, IT

- Dwa główne ryzyka, które naszym zdaniem wzbudzały negatywny sentyment do sektora w ciągu ostatnich miesięcy to: (1) ryzyko nałożenia podatku na spółki telekomunikacyjne na wzór węgierski, tj. od zużycia minut przez klientów oraz od infrastruktury oraz (2) ryzyko kolejnego dużego CAPEXu na częstotliwości 700 MHz, w kontekście super drogiej aukcji 800 MHz. W wywiadzie dla PAP z 2 listopada br. Anna Streżyńska. Minister Cyfryzacji przyznała, że nie ma obecnie pomysłu wprowadzenia podatku od telekomów. Taki plan był rozpatrywany przed wyborami, jako plusy wskazywano wpływy do budżetu. Jednak minusy opodatkowania miały znaczenie dla całego rynku, a w pierwszym rządzie dla klientów. Dlatego podjęto decyzję o braku specjalnego podatku. Z kolei częstotliwości z zakresu 700 MHz będą najprawdopodobniej rozdysponowane w 2022 r., chyba że operatorzy wcześniej zgłoszą chęć ich zakupu.
- W nadchodzących miesiącach operatorzy P4, Orange Polska i T-Mobile zbudują istotną część pokrycia ludności zasięgiem LTE na 800 MHz. Tym samym Cyfrowemu Polsatowi przybędzie konkurencji na rynku Internetu

mobilnego na terenach nisko zurbanizowanych, co może osłabić dynamiki parametrów operacyjnych i stanowi ryzyko dla prognozy wyników w kolejnych latach.

- Nowy prezes UKE Marcin Cichy przedstawił swoją wizję rynku. Cichy podał, że jednym z celów, które sobie stawia w kadencji 2016-2021, jest zahamowanie spadku rynku detalicznego. Jego zdaniem, przyczyną tego jest wciąż niska penetracja usługami szerokopasmowymi, będąca konsekwencją niezadowalającego stanu infrastruktury, na co od lat zwraca Polsce uwagę Komisja Europejska. Cichy wskazał na inwestycje infrastrukturalne i na zamiar wypełnienia zadań nałożonych przez Narodowy Plan Szerokopasmowy. Cichy chce zmienić nieefektywne wykorzystanie i niewystarczającą optymalizację istniejących sieci. Cichy zapowiedział też, że za jego kadencji UKE zajmie się rozdysponowaniem pasma 700 MHz. W sferze regulacji prezes UKE powinien zajmować się deregulowaniem schyłkowych rynków i odchodzić od analiz ex-ante. Cichy nie zamierza zrywać z polityką samoregulacji, zasadzającą się na wypracowywaniu konsensusu przedsiębiorców. Do praktyki teleregulatora wróć merytoryczne porozumienia, takie jak to z 2009 r. Chce także wdrożyć model kształtowania stawek FTR.
- W takim otoczeniu pod względem atrakcyjności inwestycyjnej preferujemy Orange Polska. Negatywnie jesteśmy nastawieni do Cyfrowego Polsatu.
- W sektorze mediowym zwracamy uwagę na Agorę. Spółka, po słabych wynikach za 3Q'16 i spadku notowań, ogłosiła zamiar ograniczenia zatrudnienia do końca br., reorganizację pracy redakcji oraz rezygnację z dziennika *Metrocafe.pl*. Grupa planuje także przegląd innych obszarów działania w celu optymalizacji struktury zatrudnienia. W ten sposób Agora będzie mieć szansę na pozytywny wynik EBITDA segmentu Prasa w okresie 2017-19, kiedy zajdzie transformacja modelu prasy z drukowanego na cyfrowy.
- Ministerstwo Cyfryzacji nie przewiduje wielkich projektów IT, które mogłoby wykonać jedynie kilka dużych firm IT. Chce dać szansę mniejszym firmom. Pieniądze na informatyzację mają być wydawane rozważnie. Minister poinformowała, że obecnie każdy projekt przed akceptacją jest bardzo dokładnie analizowany. Minister stwierdziła, że w poprzedniej unijnej perspektywie budżetowej z lat 2007-13 projekty były wielokrotnie przeszacowane, a efekty ich realizacji są „żałosne”. Dofinansowanie w postaci 4 mld PLN zostało „przepalone”. Plany Ministerstwa Cyfryzacji interpretujemy negatywnie dla dużych firm, tj. dla Asseco Poland, Comarchu i Sygnity, które do tej pory realizowały duże kontrakty, przy czym Comarch jest uwrażliwiony na sektor publiczny nieznacznie (<10% w przychodach), w przeciwieństwie do matki Asseco Poland i Sygnity. Rentowność projektów IT będzie mniejsza, a ich wygranie trudniejsze.
- Naszymi faworytami wśród spółek IT są Atende i Comarch oraz Asseco Business Solutions. Podtrzymujemy także pozytywne podejście do spółki Ailleron, jednak jej notowania w ostatnich tygodniach uległy istotnemu wzrostowi.

Przemysł

- Słabe odczyty PMI oraz produkcji przemysłowej w Polsce nie poprawiają sentymentu do polskich spółek przemysłowych. Obecnie indeksy MSCI Industrials dla Europy i Świata notowane są z premiami do 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA.
- W 3Q'16 65% spółek przemysłowych poprawiło ubiegłoroczne rezultaty i proporcja była zbliżona do 1Q'16 oraz 2Q'16. Wyniki gorzej wypadły na tle oczekiwań, gdyż jedynie 41% spółek przedstawiło rezultaty lepsze od naszych oczekiwań (najgorzej od 3Q'15).

- Najlepsze naszym zdaniem wyniki miały miejsce w Ergis, Kernel oraz Uniwheels. Słabo wypadły z kolei rezultaty Alumetal oraz Aparator.
- Podtrzymujemy nasze przeważenia dla: Elemental Holding (spółka notowana z 17-27% dyskontem na wskaźnikach P/E'16-17 do spółek porównywalnych; organiczny wzrost wyników r/r w 2016 roku, akwizycji powinny przyspieszyć dalszy wzrost), Ergis (pozytywna dynamika rezultatów w 1-3H'16 oraz około 27-33% dyskonto do innych spółek przemysłowych na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA na lata 2016-2017), Grupa Pfeiderer (oczekujemy w niedodległej przyszłości kroków Zarządu w celu zmniejszenia kosztów finansowania Grupy, Pfeiderer jest obecnie notowany z około 40% dyskontem do spółek porównywalnych na wskaźniku EV/EBITDA na lata 2016-17; spółce sprzyja umocnienie RUB do PLN), Kernel (spółka korzysta z dobrych plonów w 2016 roku oraz udanych zbiorów słonecznika na Ukrainie, co rodzi nadzieje na osiągnięcie lepszych marży na produkcji oleju słonecznikowego), Tarczyński (spółka notowana z około 9-38% dyskontem na P/E'16-17 oraz EV/EBITDA'16-17; rozpoczęcie współpracy z siecią Biedronka będzie implikowało dynamiczny wzrost obrotów począwszy od 4Q'16) oraz Uniwheels (oczekujemy wzrostu wyników finansowych w 2017 roku w związku z uruchomieniem produkcji nowego zakładu; jeden z wyższych DYield wśród spółek z zaplecza Automotive).
- Podtrzymujemy niedoważenie dla Alumetal (z uwagi na perspektywę spadku r/r rezultatów w 4Q'16 oraz 1Q'17, naszym zdaniem Spółce nie uda się w 2017 roku poprawić r/r wyniku netto) oraz Kruszwicy (z uwagi na deficyt rzepaku na rynku krajowym oraz prawdopodobne utrzymanie niskich rezultatów w 2017 roku).
- Kluczowe rekomendacje: Elemental (kupuj), Kernel (akumuluj) oraz Uniwheels (akumuluj).

Budownictwo

- W październiku trwała zapaść w produkcji budowlanej (-20% r/r), nasilająca walkę konkurencyjną w sektorze. Obserwowany wzrost cen niektórych surowców na rynkach globalnych (ropa, stal) stanowi ryzyko dla marż.
- Negatywnym zaskoczeniem w listopadzie był brak dużych rozstrzygnięć przetargów w sektorze publicznym (drogi/koleje) po wysokiej aktywności PKP PLK w październiku. Liczymy, że grudzień będzie pod tym względem lepszy.
- Pozytywne zaskoczenia w wynikach 3Q'16 były udziałem liderów sektora (Budimex, Trakcja, Elektrobudowa). Rozczarowanie miało miejsce w Elektrotimie, Herkulesie, ZUE i Torpolu. Zagregowana EBITDA sektora wzrosła o 13%, jednak po oczyszczeniu o Budimex, generujący połowę wyniku sektora, EBITDA spadła o 20% r/r.
- W trudnym otoczeniu rynkowym preferujemy duże spółki z mocnym portfelem zamówień: Budimex, Trakcja, Unibep, Erbud, Elektrobudowa.
- Kluczowe rekomendacje: Elektrobudowa (kupuj), Unibep (kupuj), Budimex (akumuluj), Erbud (kupuj).

Deweloperzy

- Liczba rozpoczętych budów mieszkań przez deweloperów już od roku stabilizuje się na poziomie 85-90 tys. szt. (ostatnie 12M). W IX-X nieco spadła też liczba wydanych pozwoleń na budowę. Na listopadowych konferencjach deweloperzy sygnalizowali dobrą bieżącą sprzedaż mieszkań. Na razie nic więc nie wskazuje, by ryzyko niekontrolowanego wzrostu oferty miało się zmaterializować.
- Potwierdzeniem bardzo dobrej koniunktury w mieszkaniówce jest wzrost Indeksu Cen Transakcyjnych o 4,2% r/r w X'16 (najwyższe tempo od 31 miesięcy).

- Wyniki 3Q'16 pozytywnie zaskoczyły w Atalu, Robygu, LC Corp i Echo przy jednoczesnym braku większych rozczarowań.
- Podtrzymujemy przeważenie spółek z sektora mieszkaniowego (LC Corp, Atal, Lokum, Robyg, Dom, Vantage) oraz neutralne podejście do deweloperów komercyjnych (GTC, Echo, Capital Park).
- Kluczowe rekomendacje: Robyg (kupuj), Dom Development (kupuj).

Handel

- 17 września Komisja Europejska wszczęła postępowanie dotyczące zasadności podatku handlowego wprowadzonego od 1 września w Polsce. Polskie władze zdecydowały się wstrzymać pobieranie nowej daniny do końca 2017 roku. Prowadzone są prace nad nową formułą podatku handlowego opartego o liniową stawkę w zakresie 1,2-1,5%. Nowy podatek nie zawierałby kwoty wolnej od podatku, jednak byłby pomniejszany o zapłacony CIT.
- Ryzykiem dla wyników spółek handlowych mogącym zmaterializować się w 2017 roku, może być wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę. Projekt ustawy zakładający wprowadzenie zakazu został złożony do Sejmu z odpowiednią liczbą podpisów. Według doniesień prasowych rozpatrywana jest opcja stopniowego wprowadzania zakazu, zaczynając od jednej niedzieli w miesiącu.

- AmRest opublikował bardzo dobre wyniki za 3Q'16, w których spółka zdołała utrzymać marżę na poziomie EBIT pomimo presji ze strony kosztów wynagrodzeń oraz konsolidowania wyników biznesu niemieckiego o niskiej rentowności. Spółka poinformowała pod koniec XI'16 o planach przejęcia 15 restauracji KFC na rynku niemieckim, co wpisuje się w założenia strategii rozwoju spółki.
- Wyniki za 3Q'16 potwierdzają problemy Eurocash w segmentach C&C oraz Delikatesy Centrum. Jednocześnie spółka poinformowała o potencjalnej szansie na zakończenie dwóch transakcji przejęcia do końca XII'16/I'17. Z danych przedstawionych przez GUS inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych R/R jest we wzrostowym trendzie. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla spółki.
- W XI'16 niższa dynamika sprzedaży R/R niż w IX'16 oraz X'16 została okupiona wysokim wzrostem marży brutto na sprzedaży (najwyższa miesięczna rentowność od 2 lat). Jednocześnie oczekujemy pozytywnej kontrybucji do wyniku sklepów działających w Rosji (wysoki wzrost sprzedaży/mkw. w RUB R/R oraz niska baza na RUBPLN R/R). Wysokie dynamiki sprzedaży w miesiącach IX-XI'16 implikują dobry odbiór kolekcji jesień-zima'16 przez klientów spółki. Biorąc pod uwagę około 50% wzrost wartości spółki od końca IX'16, rekomendujemy trzymanie walerów LPP.

Makroekonomia

PKB w 3Q

Wstępny odczyt potwierdził wcześniejsze obliczenia z odczytu flash. Gospodarka urosła w III kwartale tylko o 2,5% r/r. Kompozycja wskazuje na niższy od oczekiwań wpływ programu 500+ na konsumpcję (wzrost przyspieszył tylko z 3,1% na początku roku do 3,9% w III kwartale mimo faktu, że program wsparcia odpowiada za 40% wzrostu realnych dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych) oraz silniejszy spadek inwestycji (-7,7% r/r). Co ciekawe, w przypadku nakładów brutto na środki trwałe niemal idealnie powtarza się schemat znany z 2012 i 2013 roku. Spowolnienie jest jednak nie tylko głębsze, ale różnica pomiędzy szeregami inwestycji pogłębia się na niekorzyść obecnego cyklu. IV kwartał będzie pod tym względem tylko nieznacznie lepszy. Potężnym wsparciem dla dynamiki PKB była kontrybucja zmian zapasów (+1,1p.p.) oraz relatywnie mało ujemny wkład eksportu netto (-0,3p.p.). Ten pierwszy element implikuje, że generalnie proc-cykliczna ścieżka zmian zapasów już została złamana w III kwartale, a więc de facto nastąpiło już prawdopodobnie największe dostosowanie stanów magazynowych do nieoczekiwanego załamania produkcji. Kolejne kwartały powinny już sprowadzać zmiany zapasów do normalnej zmienności. Drugi element z kolei i jego znaczące przeszacowanie względem innych miar handlu międzynarodowego (produkcja, dane NBP) oznacza możliwość nagłej zmiany w kolejnych kwartałach, a przynajmniej wygenerowania silnych efektów bazy na końcówkę 2017 roku. Pamiętajmy, że kolejne kwartały powinny przynieść podbicie konsumpcji (naszym zdaniem IV, świąteczny kwartał, może wyznaczyć cykliczne maksimum tempa wzrostu tego agregatu), ale i odreagowanie inwestycji. Wzrosty obu kategorii mogą być temperowane słabszym eksportem i niskimi kontrybucjami eksportu netto. Niskiej realizacji PKB w końcówce roku sprzyjać będzie rewizja rachunków narodowych GUS (IV kwartał ub. r. podbił do 4,6%) oraz późna baza na konsumpcji publicznej. Uważamy, że dynamika PKB w IV kwartale obniży się do 1,7%. Spowolnienie realizuje się w skali większej niż przewidywania analityków. Naszym zdaniem odbudowa inwestycji uniijnych może i będzie wystarczająca do wydzignięcia dynamiki PKB powyżej 3% w przyszłym roku, jednak tendencje deflacyjne w Europie (+wciąż słaby wzrost i import z Polski) oraz możliwa eskalacja problemów EM w związku z wyższym kosztem finansowania w dolarze (gorsze perspektywy szybkiej dywersyfikacji polskiego eksportu poza UE) nie pozwolą na wygenerowanie inflacji w średnim terminie, a więc myślenie o podwyżkach stóp można włożyć między bajki (a krzywa wciąż je wycenia). Skala zaskoczenia hamowaniem gospodarki oraz możliwy negatywny wydzźwięk tego faktu i wpływ na sentyment firm, a przede wszystkim dość mocno optymistycznych członków RPP mogą skutkować komentarzami w kierunku możliwości łagodzenia kursu polityki pieniężnej. Z niecierpliwością czekamy na kolejne komentarze. A jest o czym rozmawiać – projekcja NBP chybiła spadek inwestycji o połowę.

Produkcja przemysłowa

Produkcja sprzedana przemysłu spadła w październiku w ujęciu rocznym o 1,3% po 3,2% wzroście zanotowanym we wrześniu. We październiku roczna różnica w liczbie dni roboczych wynosiła minus jeden, podczas, gdy we wrześniu zero. Po odsezonowaniu produkcja przemysłowa wzrosła o 1,3% r/r wobec 3,3% r/r miesiąc wcześniej. W październiku wzrosty zanotowano w 20 z 34 sekcji. Odbiły zdołowane do tej pory produkcja energii i koksu (w dużej mierze może to być odzwierciedlenie trudności w deflowaniu). Zdołowały bardziej cykliczne sekcje. Niska dynamika produkcji to, w szerszym ujęciu, efekt niższych dynamik handlu zagranicznego w Niemczech (tam trend spadkowy jest ewidentny od kilku kwartałów), ale i rozłania się negatywnych efektów spowolnienia w inwestycjach w Polsce.

Odbicie w konsumpcji spowodowane 500 plus jest z jednej strony niższe od oczekiwań, z drugiej w dużej mierze napędza import, nie przekładając się w znaczącym zakresie na pobudzenie lokalnej produkcji. Produkcja budowlana – montażowa spadła w październiku o 20,1% w ujęciu rocznym, znacznie bardziej niż wskazywały na to konsensus rynkowy oraz nasza prognoza (14 – 15%). Po uwzględnieniu czynników sezonowych spadek wynosi ponad 17% r/r. Spadek ten nie może być tłumaczony tylko zimnym i mokrym październikiem. Załamanie dynamik miesięcznych obserwujemy u wszystkich podmiotów. Obraz w budownictwie zmienił się z mizernego – brak szans na przypieczenie – na jeszcze gorszy – kontynuację zapaści. Wciąż nie wiadomo kiedy ruszą projekty samorządowe i kolejowe, spodziewane odbicie wciąż przesuwają się w czasie.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna spowolniła do 3,7% w ujęciu rocznym. Byliśmy bardziej optymistyczni i plasowaliśmy się po przeciwnej stronie konsensusu rynkowego (5,4%). Powody rozbieżności są dwa: sprzedaż samochodów (-4% r/r) oraz kategoria „pozostałe” (-9,7% r/r). W obu przypadkach to już drugi miesiąc z rzędu „sub-modelowych” odczytów i trudno formułować jednoznacznie kierunkowe predykcje odnośnie przyszłych miesięcy tylko dla tych dwóch kategorii. Generalnie środowisko dla sprzedaży pozostaje pozytywne (wysoki optymizm konsumentów, wysokie dochody realne, transfery socjalne), a więc każdy słabszy odczyt sprzedaży należy naszym zdaniem traktować jako rozbieżność z trendem, która zostanie w kolejnym miesiącu z skorygowana z odpowiednią nawiązką. Póki co jednak słaba sprzedaż wspiera scenariusz bardzo słabej końcówki roku, którą wyczytać można z danych o produkcji przemysłowej.

Inflacja

W listopadzie roczny wskaźnik inflacji wzrósł z -0,2% do 0,0%. Tym samym, po 28 miesiącach zakończyła się w Polsce (statystyczna) deflacja. W ujęciu miesięcznym nastąpił 0,1% wzrost cen konsumenckich. Przechodząc do dynamiki poszczególnych kategorii (szczegóły, jak zwykle, poznamy dopiero w połowie miesiąca), widzimy ryzyko wyższego wzrostu cen żywności (0,4% m/m) oraz stabilizację cen paliw. W pozostałych kategoriach ceny nie powinny się wiele zmienić. Inflacja bazowa według naszych szacunków wyniosła -0,1% r/r wobec -0,2% r/r zanotowanych w październiku. Presja cenowa w Polsce, podobnie jak w Europie, jest zatem ciągle bardzo mizerna, a wzrosty wskaźnika CPI wynikają głównie z efektów bazy na energii. W kolejnych miesiącach będziemy obserwowali stopniowe wzrosty wskaźnika inflacji. Na przełomie I/II kw. 2017 powinien on zbliżyć się do 1,5% r/r. Ten trend (zresztą globalny) oczywiście szachuje oczekiwania rynkowe na obniżki stóp. Dopiero za kilka miesięcy będzie można stwierdzić, czy ten statystyczny wzrost inflacji się wyczerpie i przyzwyczajamy się do stabilnego (już dodatniego) wskaźnika inflacji, który jednak będzie grubo poniżej celu NBP (czyli nic w obrazie świata się diametralnie nie zmieni). RPP nie zmieni stóp na posiedzeniu 7 grudnia. Ciężko jednak oczekiwać, że nie zmieni retoryki. Prognozy Rady mocno rozmięły się z rzeczywistością (a w IV kw. czeka nas pogłębienie spadku dynamiki PKB). W takiej sytuacji Rada powinna przynajmniej dopuszczać teoretyczną możliwość obniżki stóp, szczególnie w sytuacji, gdy prognozy NBP sugerują inflację poniżej celu NBP w całym horyzoncie projekcji. Polska ze względu na strukturę bilansu nie reagowała i nie musi reagować na osłabienie waluty, czy niższy wzrost, podwyższając stopy (tak, jak Turcja). Stąd obecne wyceny rynkowe na krótkim końcu widzimy jako aberrację rynkową, a nie jako zakład o konkretny scenariusz makroekonomiczny. Niższe stopy i słabsza waluta to naturalne mechanizmy równoważenia gospodarki w sytuacji osłabienia wzrostu.

Rynek pracy

W październiku zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 3,1% w ujęciu rocznym, zgodnie z konsensusem rynkowym i naszą prognozą. Silny, ale stosunkowo stabilny wzrost zatrudnienia już na trwałe wszedł do dyskursu ekonomicznego, dlatego publikacja ta od dłuższego czasu nie budzi większych emocji. W ujęciu miesięcznym zostało utworzonych niecałe 8 tysięcy miejsc pracy – wynikowi temu daleko do najlepszych odczytów z października. Na szczegóły musimy poczekać tydzień, wtedy zostanie opublikowany Biuletyn Statystyczny GUS. Spodziewamy się jednak, że sekcje, które odpowiadały za stosunkowo dobry odczyt w zeszłym miesiącu zostały skorygowane lub przestały przynajmniej rosnąć, a większy wpływ na wynik miały dłuższe trendy w sekcjach takich jak przetwórstwo przemysłowe (in plus) oraz górnictwo (in minus). Zapowiadane zacieśnienie na rynku pracy może odłożyć się w czasie ze względu na „uwolnienie zasobów pracy” w częściach gospodarki odpowiedzialnych za soft patch w drugiej połowie roku. Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w październiku o 3,6% r/r po 3,9% r/r wzroście zanotowanym

we wrześniu. Po skorygowaniu o liczbę dni roboczych (-1 r/r) dynamika płac jest zbliżona do tej z poprzedniego miesiąca (albo nieco lepsza). Nie obserwujemy jakiegoś wyraźnego przyspieszenia dynamiki płac, którą zwiastuje większość badań ankietowych (choćby tych przygotowanych przez NBP). Niewykluczone, że za (ciągłe) umiarkowane względem dynamiki zatrudnienia przyrosty płac odpowiada napływ na polski rynek pracy pracowników z Ukrainy (jest ich już około 1,2 mln). Taka hipoteza tłumaczyłaby również stabilne ceny w sektorze usług i brak wpływu na presję płacową ze strony osób porzucających pracę po otrzymaniu świadczeń z tytułu 500 plus. Badania GUS i NBP wskazują również, że miejsca pracy tworzone są ciągle tam, gdzie płace są niskie – statystycznym efektem musi być więc jedynie ograniczony wzrost średniej płacy.

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	
							2016	2017	2016	2017
Banki										
ALIOR BANK	kupuj	2016-05-24	55,40	75,93	45,29	+67,7%	13,7	128,7		
BZ WBK	trzymaj	2016-08-03	301,25	305,10	296,80	+2,8%	13,5	13,3		
GETIN NOBLE BANK	kupuj	2016-02-02	1,38	2,89	1,17	+147,0%	29,8	16,3		
HANDLOWY	trzymaj	2016-10-05	78,08	75,32	71,20	+5,8%	15,0	15,5		
ING BSK	sprzedaj	2016-10-05	146,90	119,38	156,00	-23,5%	21,3	19,4		
MILLENNIUM	kupuj	2016-02-02	5,20	7,00	5,17	+35,4%	11,5	9,2		
PEKAO	trzymaj	2016-08-03	124,75	127,42	121,30	+5,0%	15,5	15,1		
PKO BP	kupuj	2016-02-02	24,84	31,62	26,82	+17,9%	11,7	10,8		
KOMERCNI BANKA	akumuluj	2016-11-04	891,50	980,00 CZK	882,00	+11,1%	12,9	14,1		
ERSTE BANK	kupuj	2016-02-02	26,17	32,34 EUR	26,61	+21,6%	9,9	8,9		
RBI	trzymaj	2016-12-06	17,14	17,14 EUR	17,14	+0,0%	18,6	6,2		
OTP BANK	redukuje	2016-10-05	7 498	6 487 HUF	8 011	-19,0%	12,3	10,0		
Ubezpieczyciele										
PZU	kupuj	2016-02-02	32,33	42,44	29,82	+42,3%	11,0	9,1		
Usługi finansowe										
KRUK	trzymaj	2016-08-03	219,10	211,44	206,20	+2,5%	15,1	12,9		
PRIME CAR MANAGEMENT	kupuj	2016-02-02	35,10	46,76	33,30	+40,4%	9,2	9,3		
SKARBIEC HOLDING	kupuj	2016-02-02	27,00	42,20	31,89	+32,3%	8,4	7,3		
Paliwa, Chemia										
CIECH	trzymaj	2016-11-16	60,85	61,60	55,98	+10,0%	6,0	10,7	5,0	6,5
GRUPA AZOTY	trzymaj	2016-08-30	64,79	65,50	60,00	+9,2%	11,7	14,9	5,9	6,9
LOTOS	trzymaj	2016-04-19	28,09	26,50	37,31	-29,0%	12,5	11,4	6,3	6,3
MOL	trzymaj	2016-04-19	16 420	16 593 HUF	18 600	-10,8%	16,7	11,9	5,1	4,4
PGNIG	kupuj	2016-12-06	5,20	6,06	5,20	+16,5%	14,2	12,7	5,5	5,0
PKN ORLEN	redukuje	2016-04-19	71,18	59,00	80,40	-26,6%	9,1	10,5	5,6	6,2
POLWAX	kupuj	2016-02-02	15,70	23,24	16,89	+37,6%	7,1	7,1	5,8	5,4
SYNTHOS	sprzedaj	2016-11-04	4,57	3,39	4,50	-24,7%	19,7	15,8	11,5	10,0
Energetyka										
CEZ	kupuj	2016-12-06	407,00	496,80 CZK	407,00	+22,1%	11,6	13,7	6,2	6,5
ENEA	trzymaj	2016-10-04	8,45	8,81	9,60	-8,2%	5,4	6,2	4,4	4,5
ENERGA	akumuluj	2016-12-06	8,19	9,20	8,19	+12,3%	280,6	6,7	4,3	4,2
PGE	trzymaj	2016-10-04	10,18	10,63	9,22	+15,3%	9,7	7,6	3,8	4,5
TAURON	akumuluj	2016-12-06	2,66	3,03	2,66	+13,9%	8,7	4,7	4,2	4,5
Telekomunikacja										
NETIA	akumuluj	2016-06-08	5,05	5,30	4,52	+17,3%	-	-	4,3	4,9
ORANGE POLSKA	kupuj	2016-11-16	5,23	7,00	5,25	+33,3%	101,5	151,7	4,4	4,5
Media										
AGORA	kupuj	2016-10-05	10,65	12,60	11,00	+14,5%	-	-	6,9	6,6
CYFROWY POLSAT	redukuje	2016-09-13	24,25	21,80	24,30	-10,3%	17,1	14,9	7,5	7,3
WIRTUALNA POLSKA	akumuluj	2016-11-18	54,00	60,00	51,26	+17,1%	27,0	19,7	13,1	11,2
IT										
ASSECO POLAND	trzymaj	2016-09-26	57,25	60,60	52,74	+14,9%	14,0	12,9	6,8	6,5
CD PROJEKT	sprzedaj	2016-08-03	34,00	26,50	53,68	-50,6%	45,4	70,6	33,4	52,9
COMARCH	kupuj	2016-08-16	166,00	200,00	172,95	+15,6%	21,6	16,2	8,6	7,5
SYGNITY	zawieszona	2013-02-05	16,80	-	5,46	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
KGHM	zawieszona	2016-12-06	91,84	-	91,84	-	-	-	-	-
LW BOGDANKA	sprzedaj	2016-08-03	52,00	33,00	69,49	-52,5%	10,7	13,3	4,1	4,5
Przemysł										
ELEMENTAL	kupuj	2016-06-13	3,50	4,60	3,63	+26,7%	12,7	10,4	10,4	8,1
FAMUR	zawieszona	2016-11-30	4,22	-	4,28	-	-	-	-	-
KERNEL	akumuluj	2016-11-15	57,70	64,60	65,80	-1,8%	5,6	5,0	4,4	3,8
KĘTY	trzymaj	2016-07-01	318,90	291,10	376,20	-22,6%	14,2	17,1	10,5	10,1
UNIWHEELS	akumuluj	2016-10-19	205,00	224,20	208,05	+7,8%	12,4	9,7	9,1	7,3
VISTAL	trzymaj	2016-11-25	9,90	9,90	8,60	+15,1%	9,7	9,6	9,7	9,4
Budownictwo										
BUDIMEX	akumuluj	2016-10-05	207,00	225,60	203,85	+10,7%	16,2	14,2	6,9	6,4
ELEKTROBUDOWA	kupuj	2015-12-03	141,00	166,50	94,00	+77,1%	8,1	7,9	4,5	4,1
ERBUD	kupuj	2016-02-03	25,95	36,00	27,00	+33,3%	9,7	8,8	4,7	4,4
UNIBEP	kupuj	2016-12-06	10,00	12,10	10,00	+21,0%	10,5	8,5	6,5	5,4
Developerzy										
CAPITAL PARK	trzymaj	2016-04-06	6,55	6,50	6,30	+3,2%	48,1	15,7	30,8	20,1
DOM DEVELOPMENT	kupuj	2016-05-30	54,40	69,50	57,80	+20,2%	11,4	9,5	9,2	7,7
ECHO	trzymaj	2016-04-06	6,52	2,73	5,96	-54,2%	11,0	10,2	16,3	13,6
GTC	trzymaj	2016-10-05	8,25	8,20	8,17	+0,4%	10,8	4,8	13,5	7,4
ROBYG	kupuj	2016-10-28	2,93	3,89	2,98	+30,5%	8,3	8,6	10,4	10,0
Handel										
AMREST	redukuje	2016-09-16	252,00	236,00	285,00	-17,2%	34,6	29,6	13,6	11,2
CCC	trzymaj	2016-08-03	184,00	181,00	195,95	-7,6%	28,4	20,9	18,9	14,4
EUROCASH	akumuluj	2016-11-04	37,40	42,70	37,00	+15,4%	20,2	17,4	10,6	9,0
JERONIMO MARTINS	trzymaj	2016-12-06	14,67	14,90 EUR	14,67	+1,6%	24,0	20,3	10,9	9,4
LPP	trzymaj	2016-11-04	5 615	5 500	5 949	-7,5%	42,0	22,1	19,9	12,6
Inne										
WORK SERVICE	zawieszona	2016-12-06	10,17	-	10,17	-	-	-	-	-

**Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu**

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Ciech	trzymaj	trzymaj	61,60	2016-11-16
Kernel	akumuluj	trzymaj	64,60	2016-11-15
Orange Polska	kupuj	kupuj	7,00	2016-11-16
Vistał Gdynia	trzymaj	kupuj	9,90	2016-11-25
Wirtualna Polska	akumuluj	akumuluj	60,00	2016-11-18

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
CEZ	kupuj	akumuluj	496,80 CZK	2016-12-06
Energa	akumuluj	kupuj	9,20	2016-12-06
Jeronimo Martins	trzymaj	redukuj	14,90 EUR	2016-12-06
KGHM	zawieszona	redukuj	-	2016-12-06
PGNiG	kupuj	akumuluj	6,06	2016-12-06
RBI	trzymaj	kupuj	17,14 EUR	2016-12-06
Tauron	akumuluj	kupuj	3,03	2016-12-06
Unibep	kupuj	akumuluj	12,10	2016-12-06
Work Service	zawieszona	akumuluj	-	2016-12-06

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	4	7,0%	1	4,8%
redukuj	4	7,0%	1	4,8%
trzymaj	20	35,1%	6	28,6%
akumuluj	9	15,8%	4	19,0%
kupuj	20	35,1%	9	42,9%

Banki

Alior Bank										kupuj															
Analitik: Michał Konarski					Cena bieżąca:					45,29 PLN					Data ostatniej aktualizacji:					2016-05-24					
					Cena docelowa:					75,93 PLN															
(mln PLN)		2014		2015		zmiana		2016P		zmiana		2017P		zmiana		Podstawowe dane (mln PLN)									
Wynik odsetkowy		1 229,6		1 501,1		22,1%		1 729,6		15,2%		2 664,0		54,0%		Liczba akcji (mln)					129,3				
Marża odsetkowa		4,4%		4,3%				4,0%				4,8%				MC (cena bieżąca)					5 854,3				
WNDB		1 892,9		2 196,2		16,0%		2 447,5		11,4%		3 781,8		54,5%		Free float					74,8%				
Wynik operacyjny*		947,7		1 058,1		11,6%		1 329,1		25,6%		1 281,9		-3,6%											
Zysk brutto		401,1		386,0		-3,8%		561,7		45,5%		313,9		-44,1%											
Zysk netto		322,7		309,6		-4,1%		334,1		7,9%		45,5		-86,4%											
ROE		12,4%		9,5%				7,0%				0,7%				Zmiana ceny: 1m					2,7%				
P/E		9,8		10,6				17,5				128,7				Zmiana ceny: 6m					-13,4%				
P/BV		1,1		0,9				1,0				0,9				Zmiana ceny: 12m					-15,9%				
DPS		0,0		0,0				0,0				0,0				Min (52 tyg.)					42,0				
DYield (%)		0,0		0,0				0,0				0,0				Max (52 tyg.)					59,7				

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Alior Banku oraz naszą cenę docelową na poziomie 75,93 PLN na akcję. Ostatnia emisja kapitału umożliwiła Aliorowi przejęcie części banku BPH oraz pozwoli prowadzić akcję kredytową w 2016 roku. Podtrzymujemy, że przejęcie części Banku BPH powinno mieć znaczący negatywny wpływ na EPS jedynie w 2017 roku, kiedy to koszty integracji znacznie przewyższą oczekiwane synergije kosztowe. Dodatkowo Alior Bank może nadal rozpoznać zysk z tzw. badwillu (około 0,2 mld PLN), dzięki czemu koszty

integracji zostałyby dodatkowo zamortyzowane. Uważamy, że zamknięcie transakcji przejęcia banku BPH już w 2017 roku jest dobrym prognozą na potencjalną transakcję z Raiffeisenem, która mogłaby być sfinalizowana w 2018 roku. Jednocześnie oczekujemy podniesienia kapitału w wysokości około 3-4 mld PLN, które sfinansuje zakup banku. Uważamy, że ze względu na akwizycyjne plany głównego akcjonariusza podniesienie kapitału nastąpi dopiero w 1H'17.

BZ WBKtrzymaj											
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		296,80 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-03	
		Cena docelowa:		305,10 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	3 996,8	4 309,2	7,8%	4 700,0	9,1%	5 011,8	6,6%	Liczba akcji (mln)		98,9	
Marża odsetkowa	3,3%	3,1%		3,3%		3,4%		MC (cena bieżąca)		29 362,1	
WNDB	6 579,0	7 540,1	14,6%	7 396,2	-1,9%	7 669,1	3,7%	Free float		30,0%	
Wynik operacyjny*	3 475,2	3 961,3	14,0%	4 046,7	2,2%	4 251,5	5,1%				
Zysk brutto	2 640,0	3 178,3	20,4%	3 388,8	6,6%	3 504,8	3,4%				
Zysk netto	1 914,7	2 327,3	21,5%	2 170,7	-6,7%	2 205,3	1,6%				
ROE	12,6%	13,0%		11,2%		10,9%		Zmiana ceny: 1m		-3,5%	
P/E	14,5	12,6		13,5		13,3		Zmiana ceny: 6m		14,2%	
P/BV	1,7	1,5		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m		11,5%	
DPS	10,7	0,0		22,6		11,6		Min (52 tyg.)		232,5	
DYield (%)	3,6	0,0		7,6		3,9		Max (52 tyg.)		322,0	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla BZ WBK oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 305,10 PLN na akcję. Bank w drugim kwartale zaskoczył wysokim saldem rezerw w segmencie detalicznym. Uważamy, że koszt ryzyka może być obecnie niedoszacowany przez rynek na przyszły rok. Ponadto, dywidenda z banku może być zagrożona przez znaczący odpis na tzw. ustawę spreadową.

Dodatkowo, w ostatnim miesiącu znacząco wzrosła presja polityczna odnośnie podwyższania wag ryzyka dla kredytów FX, co z kolei ma zmusić banki do przewalutowania ekspozycji CHF na PLN. Niemniej jednak uważamy, że bank nie ugnie się pod presją wyższych wag ryzyka, co z kolei powinno przełożyć się na znacznie wolniejszą akcję kredytową.

Getin Noble Bank
kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		1,17 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
		Cena docelowa:		2,89 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 430,5	1 195,7	-16,4%	1 207,6	1,0%	1 384,7	14,7%	Liczba akcji (mln)	2 916,8
Marża odsetkowa	2,2%	1,7%		1,8%		2,1%		MC (cena bieżąca)	3 412,7
WNDB	1 956,3	1 662,0	-15,0%	1 636,1	-1,6%	1 856,5	13,5%	Free float	49,8%
Wynik operacyjny*	1 033,3	469,0	-54,6%	710,6	51,5%	938,0	32,0%		
Zysk brutto	314,3	73,0	-76,8%	361,9	396,0%	491,7	35,9%		
Zysk netto	360,0	44,2	-87,7%	114,4	158,9%	209,3	83,1%		
ROE	7,3%	0,9%		2,1%		3,5%		Zmiana ceny: 1m	-7,1%
P/E	8,6	70,2		29,8		16,3		Zmiana ceny: 6m	-18,8%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-20,4%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,2
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	2,0

*przed kosztami rezerw

Oczekujemy, że wyniki GNB pozostaną pod presją, a ustakująca spreadowa może wymusić na banku dalszą optymalizację kapitałową w 2017 roku. W nowej strategii bank zakłada osiągnięcie ROE brutto powyżej 10% w 2018 roku. Zarząd oczekuje, że suma bilansowa na przestrzeni kolejnych trzech lat skurczy się o parę miliardów PLN, zaś depozyty detaliczne wzrosną o 1 mld PLN. Bank podtrzymał, że podniesienie kapitału nie będzie potrzebne, aby spełnić wymogi kapitałowe łącznie z nałożonymi przez KNF buforami do 2Q'16. Uważamy, że cel zarządu na ROE

brutto >10% w 2018 nie uzasadnia wzrostu naszej wyceny, która zakłada fair P/BV na poziomie 0,5x. Korekta prognozowanego ROE brutto o podatek dochodowy oraz podatek bankowy wskazuje na ROE netto nadal poniżej CoE (8,5%). Uważamy, że przyszłość GNB leży obecnie w rękach nadzorca oraz domiarów kapitałowych jakie może nałożyć na bank. W przypadku zwiększenia wagi ryzyka na kredytach FX do poziomu 150%, GNB wykazuje się brakiem kapitału do poziomu 10,25%.

Handlowy
trzymaj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		71,20 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-10-05	
		Cena docelowa:		75,32 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	1 163,9	976,6	-16,1%	990,4	1,4%	1 016,5	2,6%	Liczba akcji (mln)	130,7		
Marża odsetkowa	2,4%	2,0%		2,0%		2,0%		MC (cena bieżąca)	9 303,0		
WNDB	2 465,4	2 051,8	-16,8%	2 115,8	3,1%	2 120,6	0,2%	Free float	25,0%		
Wynik operacyjny*	1 149,9	773,5	-32,7%	875,6	13,2%	874,6	-0,1%				
Zysk brutto	1 167,7	790,8	-32,3%	871,2	10,2%	853,8	-2,0%				
Zysk netto	947,3	626,4	-33,9%	620,7	-0,9%	600,0	-3,3%				
ROE	12,9%	8,8%		9,1%		8,7%		Zmiana ceny: 1m	-2,2%		
P/E	9,8	14,9		15,0		15,5		Zmiana ceny: 6m	0,2%		
P/BV	1,3	1,4		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	3,6%		
DPS	7,2	7,4		4,7		4,8		Min (52 tyg.)	61,5		
DYield (%)	10,0	10,4		6,6		6,7		Max (52 tyg.)	90,5		

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Banku Handlowego. Uważamy, że potencjał do poprawy konsensusu na chwilę obecną się wyczerpał. Ponadto uważamy, że wyniki za 3Q'16 lekko rozczarowały rynek szczególnie pod względem wysokości wyniku odsetkowego i wolumenów kredytowych. Na 2017 P/E Bank Handlowy notowany z 12% premią do grupy porównawczej wobec 13% premii na 5-letniej średniej. Uważamy, że obecna

premia do średniej jest uzasadniona przez konserwatywny bilans (brak CHF, wskaźnik kredytów do depozytów na poziomie 55%) oraz wskaźniki wypłacalności, które pozwalają wypłacać dywidendę na poziomie 100% przez co najmniej kolejne trzy lata. Finalnie oczekujemy, że Bank Handlowy będzie w stanie w sposób niezakłócony prowadzić akcję kredytową w 2017 roku dzięki brakowi ekspozycji na kredyty CHF.

ING BSK										sprzedaj	
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		156,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-10-05	
		Cena docelowa:		119,38 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	2 330,2	2 467,1	5,9%	2 755,9	11,7%	3 096,3	12,4%	Liczba akcji (mln)		130,1	
Marża odsetkowa	2,5%	2,4%		2,4%		2,5%		MC (cena bieżąca)		20 295,6	
WNDB	3 532,5	3 778,1	7,0%	3 980,9	5,4%	4 359,4	9,5%	Free float		25,0%	
Wynik operacyjny*	1 602,8	1 622,4	1,2%	1 888,5	16,4%	2 189,7	16,0%				
Zysk brutto	1 347,4	1 390,3	3,2%	1 558,3	12,1%	1 747,9	12,2%				
Zysk netto	1 040,7	1 127,0	8,3%	953,2	-15,4%	1 047,8	9,9%				
ROE	10,9%	10,7%		8,7%		8,9%		Zmiana ceny: 1m		6,8%	
P/E	19,5	18,0		21,3		19,4		Zmiana ceny: 6m		28,9%	
P/BV	1,9	1,9		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m		32,5%	
DPS	4,4	4,0		4,2		3,7		Min (52 tyg.)		101,6	
DYield (%)	2,8	2,6		2,7		2,3		Max (52 tyg.)		156,0	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację sprzedaj dla ING BSK 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 relatywnie wysokie wskaźniki wypłacalności, co dobrze pozycjonuje bank na wzrost. Jednocześnie w 3Q'16 bank zdecydował się na znaczące obcięcie kosztów finansowania, co przełożyło się na znaczący wzrost marży odsetkowej

(+28 p.b. Q/Q). Niemniej jednak uważamy, że pomimo bezpiecznej struktury bilansu i poprawy rentowności ING BSK jest nadal znacząco przewartościowany nawet biorąc pod uwagę przyszły wzrost konsensusu po dobrych wynikach za 3Q'16. Bank notowany jest z 15% i 19% premią do polskiego sektora bankowego na 2016P i 2017P P/E, co naszym zdaniem jest nieuzasadnione ze względu na relatywnie niską dywidendę.

Millennium										kupuj			
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		5,17 PLN						Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		7,00 PLN									
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)					
Wynik odsetkowy	1 454,1	1 365,2	-6,1%	1 480,7	8,5%	1 675,6	13,2%	Liczba akcji (mln)		1 213,1			
Marża odsetkowa	2,5%	2,2%		2,2%		2,4%		MC (cena bieżąca)		6 271,8			
WNDB	2 308,4	2 239,2	-3,0%	2 370,7	5,9%	2 590,2	9,3%	Free float		50,0%			
Wynik operacyjny*	1 104,2	930,1	-15,8%	1 186,0	27,5%	1 387,7	17,0%						
Zysk brutto	838,5	687,5	-18,0%	894,2	30,1%	1 087,4	21,6%						
Zysk netto	650,9	546,5	-16,0%	544,9	-0,3%	685,3	25,8%						
ROE	11,7%	9,0%		8,2%		9,6%		Zmiana ceny: 1m		-7,7%			
P/E	9,6	11,5		11,5		9,2		Zmiana ceny: 6m		9,8%			
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m		1,0%			
DPS	0,2	0,0		0,0		0,2		Min (52 tyg.)		4,3			
DYield (%)	4,3	0,0		0,0		4,3		Max (52 tyg.)		6,0			

*przed kosztami rezerw

Oczekujemy, że w najbliższym czasie sentyment do banków z ekspozycją na CHF może się pogorszyć. Bank jeszcze w 2016 może zostać dotknięty znaczącymi kosztami związanymi z tzw. ustawą „spreadową”, które wraz z wyższymi wagami ryzyka na kredyty FX mogą wywrzeć presję na współczynniki wypłacalności oraz w konsekwencji na dywidendę. Dodatkowo wzrost wagi ryzyka dla kredytów FX może

doprowadzić do wolniejszej akcji kredytowej banku. Z drugiej strony bank pochwalił się dobrymi wynikami, które napędzane były przez znaczący wzrost marży odsetkowej i poprawę wyniku odsetkowego. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj chociaż jednocześnie widzimy narastające zagrożenie dla wyceny banku płynące ze strony regulatora i ustawodawcy.

Pekao										trzymaj						
Analityk: Michał Konarski			Cena bieżąca:		121,30 PLN			Cena docelowa:		127,42 PLN			Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-03	
(mln PLN)		2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)							
Wynik odsetkowy		4 461,3	4 166,6	-6,6%	4 563,0	9,5%	4 804,5	5,3%	Liczba akcji (mln)		262,5					
Marża odsetkowa		2,7%	2,5%		2,6%		2,5%		MC (cena bieżąca)		31 837,6					
WNDB		7 284,9	6 993,5	-4,0%	7 248,2	3,6%	7 564,2	4,4%	Free float		49,9%					
Wynik operacyjny*		3 856,1	3 235,5	-16,1%	3 804,6	17,6%	4 034,9	6,1%								
Zysk brutto		3 359,7	2 831,1	-15,7%	3 205,0	13,2%	3 364,9	5,0%								
Zysk netto		2 714,7	2 292,5	-15,6%	2 057,5	-10,2%	2 111,2	2,6%								
ROE		11,4%	9,7%		8,8%		8,9%		Zmiana ceny: 1m		4,1%					
P/E		11,7	13,9		15,5		15,1		Zmiana ceny: 6m		-18,4%					
P/BV		1,3	1,4		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m		-14,7%					
DPS		10,0	10,0		8,4		7,6		Min (52 tyg.)		115,8					
DYield (%)		8,2	8,2		6,9		6,3		Max (52 tyg.)		167,5					

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Banku Pekao oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 127,42 PLN na akcję. Kurs akcji znajduje się ostatnio pod presją ze względu na spekulacje odnośnie sprzedaży kontrolującego udziału przez właściciela UCI w celu poprawy wskaźników wypłacalności. Spekulacje prasowe wskazują, że PZU może nabyć od UCI udział w wysokości około 20%, zaś PFR pozostałe 13%. Oznacza to, że istnieje poważne ryzyko ABB

przeprowadzonego przez UCI w celu sprzedaży pozostałego 7% udziału w Banku Pekao. Ponadto uważamy, że przejęcie kontroli nad Pekao przez PZU może spowodować zmniejszenie dywidendy, która płynęła do tej pory dla akcjonariuszy Pekao. Oczekujemy, że sprzedaż udziału w Banku Pekao rozstrzygnie się do 13 grudnia kiedy UCI organizuje dzień dla rynków kapitałowych.

PKO BP										kupuj	
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		26,82 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		31,62 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	7 522,9	7 028,6	-6,6%	7 919,9	12,7%	8 386,0	5,9%	Liczba akcji (mln)		1 250,0	
Marża odsetkowa	3,4%	2,7%		3,0%		3,1%		MC (cena bieżąca)		33 525,0	
WNDB	11 494,8	10 961,9	-4,6%	11 842,8	8,0%	12 326,5	4,1%	Free float		68,6%	
Wynik operacyjny*	5 901,4	4 628,6	-21,6%	6 082,8	31,4%	6 517,4	7,1%				
Zysk brutto	4 034,6	3 190,8	-20,9%	4 458,9	39,7%	4 829,1	8,3%				
Zysk netto	3 254,1	2 609,6	-19,8%	2 873,2	10,1%	3 090,0	7,5%				
ROE	12,4%	9,0%		9,4%		9,7%		Zmiana ceny: 1m		0,4%	
P/E	10,3	12,8		11,7		10,8		Zmiana ceny: 6m		11,9%	
P/BV	1,2	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m		2,4%	
DPS	0,8	0,0		1,8		0,9		Min (52 tyg.)		22,4	
DYield (%)	2,8	0,0		6,6		3,4		Max (52 tyg.)		27,9	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla banku PKO BP oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 31,62 PLN na akcję. Pozytywnie postrzegamy zakup wysokomarżowego leasingu od RBI, który powinien wspomagać marżę banku w przyszłości. Uważamy, że cena jaką zapłaciło PKO BP (850 mln PLN równe P/E 11,9x i P/BV 1,3x) jest sprawiedliwa biorąc pod uwagę wysokie ROE podmiotu przejmowanego (ROE = 11,3%). Uważamy, że wraz z dobrymi wynikami za 3Q'16 konsensus na 2017 rok powinien wzrosnąć.

Jednocześnie widzimy poważne zagrożenie dla banku ze strony pomysłu restrukturyzacji ekspozycji CHF, która może pozbawić bank całego kapitału CET1 oraz wygenerować presję na rentowność w kolejnych latach. Uważamy, że wyższe wymogi kapitałowe od KNFu w 2017 roku, wyższe wagi ryzyka dla kredytów FX od Ministerstwa Finansów i NBP, koszty związane z kredytami CHF (ustawa spreadowa) oraz finalnie akwizycja Raiffeisen Leasing, rzucają coraz szerszy cień na możliwości dywidendowe banku w przyszłości.

Komerčni Banka										akumuluj	
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		882 CZK				Data ostatniej aktualizacji:		2016-11-04	
		Cena docelowa:		980 CZK							
(mln CZK)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln CZK)			
Wynik odsetkowy	21 423,0	21 357,0	-0,3%	20 512,3	-4,0%	20 476,8	-0,2%	Liczba akcji (mln)		188,9	
Marża odsetkowa	2,4%	2,3%		2,2%		2,0%		MC (cena bieżąca)		166 570,9	
WNDB	30 677,0	31 044,0	1,2%	31 625,8	1,9%	30 497,2	-3,6%	Free float		39,6%	
Wynik operacyjny*	17 612,0	16 692,0	-5,2%	17 859,1	7,0%	16 698,0	-6,5%				
Zysk brutto	15 999,0	15 770,0	-1,4%	16 257,7	3,1%	14 913,9	-8,3%				
Zysk netto	12 954,0	12 759,0	-1,5%	12 879,8	0,9%	11 788,3	-8,5%				
ROE	13,0%	12,2%		12,4%		11,0%		Zmiana ceny: 1m		-0,3%	
P/E	12,9	13,1		12,9		14,1		Zmiana ceny: 6m		-9,2%	
P/BV	1,6	1,6		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m		-11,8%	
DPS	46,0	62,0		62,0		40,0		Min (52 tyg.)		818,0	
DYield (%)	5,2	7,0		7,0		4,5		Max (52 tyg.)		1 091,0	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla Komerční Banka z 9M ceną docelową na poziomie 980 CZK. Uważamy, że pomimo trudnego środowiska operacyjnego perspektywy dla rynku czeskiego są obiecujące. Niskie bezrobocie, wzrost gospodarczy oraz oczekiwane podwyżki stóp procentowych powinny pozytywnie przekładać się na wyniki banku w kolejnych latach. Ponadto, dywidenda Komerční Banka

(nawet pomimo oczekiwanej obniżki) ze wskaźnikiem DY na poziomie 4,6% pozostaje jedną z najwyższych spośród banków w regionie CEE. Obecnie na 2016 P/E Komerční Banka notowany jest z 10% dyskontem do polskich banków. Niemniej jednak ze względu na wyższe oczekiwane ROE (11% vs. 7%) oraz stopę dywidendy (5% vs. 4%) uważamy, że jakiegokolwiek dyskonto do polskich banków jest nieuzasadnione.

Erste Bank										kupuj	
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		26,61 EUR				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		32,34 EUR							
(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)			
Wynik odsetkowy	4 495,2	4 444,7	-1,1%	4 520,4	1,7%	4 664,1	3,2%	Liczba akcji (mln)	429,8		
Marża odsetkowa	2,3%	2,2%		2,2%		2,1%		MC (cena bieżąca)	11 434,8		
WNDB	6 697,3	6 584,0	-1,7%	6 719,7	2,1%	6 927,8	3,1%	Free float	69,5%		
Wynik operacyjny*	1 356,0	2 368,2	74,6%	2 863,2	20,9%	3 087,7	7,8%				
Zysk brutto	-803,2	1 639,1		2 019,4	23,2%	2 216,4	9,8%				
Zysk netto	-1 442,0	968,2		1 150,3	18,8%	1 281,3	11,4%				
ROE		9,3%		10,1%		10,5%		Zmiana ceny: 1m	1,6%		
P/E		11,8		9,9		8,9		Zmiana ceny: 6m	14,2%		
P/BV	1,2	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-5,9%		
DPS	0,2	0,0		0,6		0,7		Min (52 tyg.)	18,9		
DYield (%)	0,8	0,0		2,3		2,6		Max (52 tyg.)	29,6		

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj dla Erste Banku jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 32,34 EUR na akcję. Erste Bank przedstawił prognozę ROTE na 2017 rok, która wynosi 10%+ (vs. 12%+ w 2016). Zakładany zwrot z kapitałów ma zostać osiągnięty dzięki płaskim dochodom, wzrostowi kosztów na poziomie 1-2%, rosnącym kosztom ryzyka zrekomensowanymi w części przez spadek podatku

bankowego w Austrii (około 110 mln EUR). Rynek negatywnie przyjął prognozę zarządu, ale uważamy, że jest ona nazbyt konserwatywna, a Erste Bank znowu pozytywnie zaskoczy rynek. Oczekujemy, że Erste Bank osiągnie wskaźnik ROTE na poziomie 11%. Finalnie uważamy, że inwestycja w walory Erste Banku w chwili obecnej prezentuje znacznie niższe ryzyko, niż w walory polskiego sektora bankowego czy w RBI i OTP.

RBI trzymaj							
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca: 17,14 EUR		Cena docelowa: 17,14 EUR		Data ostatniej aktualizacji: 2016-12-06	
(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Wynik odsetkowy	3 788,9	3 327,0	-12,2%	3 263,5	-1,9%	3 264,7	0,0%
Marża odsetkowa	3,0%	2,8%		2,9%		3,0%	
WNDB	4 762,4	4 877,0	2,4%	4 356,6	-10,7%	4 720,2	8,3%
Wynik operacyjny*	1 738,9	1 962,0	12,8%	1 623,3	-17,3%	2 200,2	35,5%
Zysk brutto	23,0	696,0	2930,2%	621,5	-10,7%	1 236,5	99,0%
Zysk netto	-598,5	383,0		269,8	-29,5%	812,5	201,1%
ROE		4,9%		3,3%		9,5%	
P/E		13,1		18,6		6,2	
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6	
DPS	1,0	0,0		0,0		0,4	
DYield (%)	6,0	0,0		0,0		2,2	
				Podstawowe dane (mln EUR)			
				Liczba akcji (mln)			
				MC (cena bieżąca)			
				Free float			
				Zmiana ceny: 1m			
				Zmiana ceny: 6m			
				Zmiana ceny: 12m			
				Min (52 tyg.)			
				Max (52 tyg.)			

*przed kosztami rezerw

Po wzroście kursu akcji o 23% (w USD) od początku roku obniżamy naszą rekomendację dla RBI z kupuj do trzymaj. Poprawa sentymentu odzwierciedla poprawiające się perspektywy dla RBI, pozytywną dynamikę wyników kwartalnych banku, ale przede wszystkim zapewnienie, że kapitałowe cele grupy pozostaną niezmiennione nawet pomimo fuzji z RZB. Uważamy, że koszty restrukturyzacji grupy mogą

nał nadal wzrosnąć, jeżeli cena za polski oddział RBI znajdzie się znacząco poniżej jego wartości księgowej, a pozostały portfel kredytów CHF ulegnie restrukturyzacji (np. ustawa spreadowa). Po przejściowym okresie, do którego również zaliczamy 2016 rok oczekujemy, że ROE RBI wzrośnie do 9,5% w 2017 roku (bez RZB).

OTP BANK redukuj							
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca: 8 011 HUF		Cena docelowa: 6 487 HUF		Data ostatniej aktualizacji: 2016-10-05	
(mld HUF)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Wynik odsetkowy	635,3	555,9	-12,5%	553,0	-0,5%	558,2	1,0%
Marża odsetkowa	6,0%	5,1%		5,2%		5,2%	
WNDB	828,6	759,0	-8,4%	763,6	0,6%	781,7	2,4%
Wynik operacyjny*	417,1	366,7	-12,1%	372,1	1,5%	388,1	4,3%
Zysk brutto	142,3	146,0	2,5%	222,1	52,2%	271,8	22,4%
Zysk netto	-102,0	63,6		173,7	173,2%	213,0	22,6%
ROE		5,1%		13,2%		14,5%	
P/E		33,6		12,3		10,0	
P/BV	1,7	1,7		1,5		1,4	
DPS	146,9	147,0		163,3		197,8	
DYield (%)	1,8	1,8		2,0		2,5	
				Podstawowe dane (mld HUF)			
				Liczba akcji (mln)			
				MC (cena bieżąca)			
				Free float			
				Zmiana ceny: 1m			
				Zmiana ceny: 6m			
				Zmiana ceny: 12m			
				Min (52 tyg.)			
				Max (52 tyg.)			

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj dla OTP Banku. Na 2017 P/E OTP Bank notowany jest z 22% premią do banków austriackich. Uważamy, że poprawa wyników, niższe podatki (CIT i bankowy) jak i wyższe oceny od agencji ratingowych są już widoczne w wycenie banku. Perspektywy dla OTP Banku są coraz lepsze w kolejnych kwartałach biorąc pod uwagę poprawę sytuacji ekonomicznej w Rosji czy wzrost gospodarczy na Węgrzech oraz redukcję obciążeń podatkowych. Dodatkowo wyniki za 3Q'16 ukazały

zaskakująco dobrą jakość aktywów, a w konsekwencji bardzo niski koszt ryzyka. Bank obecnie charakteryzuje się konserwatywnym bilansem (kredyty/depozyty + portfel obligacji detalicznych na poziomie 68%; Tier1 15,2%) oraz brakiem znaczącej ekspozycji na CHF. Z drugiej strony obawiamy się o trwałą poprawę sytuacji w Rosji, gdzie nawrót kryzysu (także politycznego) może spowodować spowolnienie wzrostu. Uważamy obecnie, że potencjał wzrostu jest znacznie bardziej atrakcyjny w Erste Banku.

Ubezpieczyciele

PZU kupuj								
Analitik: Michał Konarski			Cena bieżąca: 29,82 PLN			Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02		
			Cena docelowa: 42,44 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Składka brutto:	16 884,6	18 359,0	8,7%	18 569,0	1,1%	19 172,7	3,3%	Liczba akcji (mln)
majątkowa	9 110,7	10 713,3	17,6%	10 412,1	-2,8%	10 753,5	3,3%	MC (cena bieżąca)
życiowa	7 807,7	7 922,9	1,5%	7 922,9	0,0%	8 200,7	3,5%	Free float
Wynik techniczny	19 513,7	19 366,9	-0,8%	20 288,1	4,8%	21 440,3	5,7%	
Zysk brutto	3 693,2	2 943,7	-20,3%	3 239,6	10,1%	3 867,0	19,4%	
Zysk netto	2 967,6	2 342,2	-21,1%	2 350,6	0,4%	2 823,0	20,1%	
ROE	22,6%	18,0%		18,4%		21,7%		Zmiana ceny: 1m
P/E	8,7	11,0		11,0		9,1		Zmiana ceny: 6m
P/BV	2,0	2,0		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m
DPS	3,4	2,4		2,7		3,3		Min (52 tyg.)
DYield (%)	11,5	8,1		9,1		11,0		Max (52 tyg.)

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj dla PZU. Przez ostatnie 12 miesięcy do końca listopada kurs akcji PZU spadł o 23% wobec spadku indeksu WIG20 na poziomie 7%. Negatywny sentyment odzwierciedla obawy rynku odnośnie presji na przyszłe wyniki PZU (spadek wyniku inwestycyjnego, nowy podatek finansowy) czy inwestycje w sektor bankowy, które mogą zagrozić strumieniowi dywidend. Niemniej

jednak pozytywnie postrzegamy zamiar zakupu udziału w Banku Pekao, co pozytywnie przełoży się na EPS oraz DPS ubezpieczyciela i będzie efektywną alokacją kapitału nadwyżkowego. Dodatkowo uważamy, że fundamentalna sytuacja PZU powinna ulec dalszej poprawie wraz z końcem wojny cenowej w segmencie komunikacyjnym.

Usługi finansowe

Kruk										trzymaj									
Analityk: Michał Konarski				Cena bieżąca: 206,20 PLN								Data ostatniej aktualizacji: 2016-08-03							
				Cena docelowa: 211,44 PLN															
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)											
Przychody ogółem	487,9	611,2	25,3%	743,6	21,7%	897,5	20,7%	Liczba akcji (mln)			17,4								
Zakupy wierzytelności	442,4	563,6	27,4%	693,3	23,0%	844,3	21,8%	MC (cena bieżąca)			3 587,5								
Inkaso	31,7	29,8	-6,0%	30,9	3,8%	31,3	1,3%	Free float			87,0%								
Marża pośrednia	293,9	357,9	21,8%	422,0	17,9%	511,0	21,1%				0,0%								
Zysk brutto	152,8	209,8	37,3%	247,1	17,8%	302,3	22,3%												
Zysk netto	151,8	204,3	34,6%	237,2	16,1%	278,1	17,2%												
ROE	30,3%	29,8%		26,8%		25,2%		Zmiana ceny: 1m			3,7%								
P/E	23,2	17,6		15,1		12,9		Zmiana ceny: 6m			9,4%								
P/BV	6,0	4,6		3,6		2,9		Zmiana ceny: 12m			12,1%								
DPS	0,0	1,5		2,0		2,3		Min (52 tyg.)			149,4								
DYield (%)	0,0	0,7		1,0		1,1		Max (52 tyg.)			252,5								

Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Kruka. Nasze prognozy na najbliższe lata odzwierciedlają znaczące inwestycje Kruka w roku obecnym oraz w przyszłym. Zakupy z 2016 roku powinny mieć pozytywne przełożenie na wyniki już w 2017 i w kolejnych 3 latach. Jednocześnie widzimy jedynie lekki potencjał wzrostu wynikający z zakupu znaczącego portfela wierzytelności na rynku Włoskim

(około 4 mld PLN wartości nominalnej). Z drugiej strony sceptycznie podchodzimy do planu windykatora odnośnie podniesienia kapitału oraz jednoczesnej wypłaty dywidendy. Uważamy, że ROE powyżej 18% przez kolejne 10 lat oraz dwucyfrowa dynamika zysku netto przez najbliższe 3 uzasadniają obecną wysoką premię do grupy porównawczej i polskiego sektora finansowego.

Prime Car Management		kupuj									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		33,30 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		46,76 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody ogółem	552,1	522,5	-5,3%	576,3	10,3%	587,8	2,0%	Liczba akcji (mln)	11,9		
Koszty ogółem	-476,2	-473,6	-0,6%	-521,2	10,1%	-533,4	2,3%	MC (cena bieżąca)	396,6		
Należności leasingowe	453,0	623,7	37,7%	627,1	0,5%	677,2	8,0%	Free float	40,0%		
Zysk brutto	75,8	49,0	-35,4%	55,1	12,4%	54,4	-1,2%				
Zysk netto	62,6	38,7	-38,3%	43,2	11,8%	42,7	-1,2%				
ROE	13,0%	7,9%		9,1%		8,9%		Zmiana ceny: 1m	-8,8%		
P/E	6,3	10,3		9,2		9,3		Zmiana ceny: 6m	-13,3%		
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-0,3%		
DPS	2,2	5,3		3,3		3,6		Min (52 tyg.)	30,7		
DYield (%)	6,6	15,8		9,8		10,9		Max (52 tyg.)	40,9		

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj na Prime Car Management (Grupa Masterlease) oraz 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 46,76 PLN na akcję. Uważamy, że po 9M'16 PCM ma już nikłą możliwość osiągnięcia EPSu na poziomie: 3,3 PLN w 2016 roku, który został założony w programie motywacyjnym. Jednocześnie program ten zakłada wzrost zysku netto o 3% w 2017 roku, 9% w 2018, 11% w 2019 oraz 10% w 2020 roku. Jednocześnie zarząd w strategii do 2019 roku ogłosił poprawę ROE do poziomu 11,2% (z 8,2% obecnie) oraz

średnioroczny wzrost aktywów na poziomie +10%. Cele mają zostać osiągnięte m.in. poprzez szersze wejście w segment detaliczny oraz rozwinięcie platformy internetowej. Uważamy, że strategia jest dość ambitna i może być trudna do zrealizowania. Niemniej jednak, podtrzymujemy nasz pogląd, iż premia do spółek porównywalnych powinna być wyższa ze względu na ponadprzeciętną dywidendę (dividend yield 3x wyższy niż średnia dla rynku) oraz bardzo silną pozycję na rynku lokalnym (#1).

Skarbiec Holding**kupuj**

Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		31,89 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		42,20 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynagrodzenie stałe	108,2	74,7	-31,0%	82,9	11,0%	90,7	9,4%	Liczba akcji (mln)	6,8		
Wynagrodzenie zmienne	24,0	2,0	-91,5%	11,0	440,9%	11,9	7,8%	MC (cena bieżąca)	217,5		
Przychody ogółem	143,8	84,5	-41,2%	103,5	22,5%	112,7	8,9%	Free float	25,4%		
Koszty ogółem	-102,6	-65,9	-35,8%	-72,1	9,4%	-77,0	6,7%				
Zysk brutto	40,9	18,8	-54,0%	32,1	70,6%	36,7	14,3%				
Zysk netto	32,3	15,2	-52,8%	26,0	70,6%	29,7	14,3%				
ROE	33,8%	16,1%		27,2%		28,7%		Zmiana ceny: 1m	-6,8%		
P/E	6,7	14,3		8,4		7,3		Zmiana ceny: 6m	20,1%		
P/BV	2,2	2,4		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	1,6%		
DPS	2,8	3,1		2,9		3,0		Min (52 tyg.)	25,0		
DYield (%)	8,7	9,8		9,2		9,5		Max (52 tyg.)	35,3		

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj. Skarbiec Holding (Skarbiec) jest akcjonariuszem wiodącego towarzystwa funduszy inwestycyjnych – Skarbiec TFI. Na koniec września 2016 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. Wyniki za 3Q'16, a w szczególności wysokie success fee (9 mln PLN) powinny pozytywnie przełożyć się na dywidendę wypłacaną w 2017 roku. Na wskaźniku 2017 P/E 7,3x 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								
Analitik: Jakub Szkopek			Cena bieżąca: 55,98 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-11-16			
			Cena docelowa: 61,60 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	3 243,9	3 273,0	0,9%	3 370,4	3,0%	3 274,3	-2,9%	Liczba akcji (mln) 52,7
EBITDA	526,3	707,5	34,4%	856,9	21,1%	665,2	-22,4%	MC (cena bieżąca) 2 950,1
marża EBITDA	16,2%	21,6%		25,4%		20,3%		EV (cena bieżąca) 4 325,2
EBIT	321,8	489,8	52,2%	629,0	28,4%	413,0	-34,3%	Free float 48,8%
Zysk netto	167,1	343,0	105,2%	490,2	42,9%	276,6	-43,6%	
P/E	17,7	8,6		6,0		10,7		Zmiana ceny: 1m -8,3%
P/CE	7,9	5,3		4,1		5,6		Zmiana ceny: 6m -8,4%
P/BV	3,0	2,2		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m -34,9%
EV/EBITDA	7,8	6,1		5,0		6,5		Min (52 tyg.) 50,1
DYield (%)	2,0	0,0		5,1		6,0		Max (52 tyg.) 87,5

Rosnące ceny surowców energetycznych oraz podaż sody z nowych instalacji naszym zdaniem stanowią największe wyzwanie dla wyników Grupy Ciech w 2017 roku. Według naszych szacunków koszty zakupu węgla (koksowego i energetycznego) w 2017 roku wzrosną o 94 mln PLN, a koszty zakupu pary technologicznej w fabryce w Górzach wzrosną o 43 mln PLN. Jednocześnie w efekcie rozpoczęcia pracy nowych projektów (łącznie 3,2 mln ton – 26% aktualnego potencjału) obłożenie mocy produkcyjnych w Europie, zakładając przyrost konsumpcji w latach

2016-2018 o około 250 tys. ton rocznie, spadnie z 91,8% w 2016 roku do 86,9% w 2017 roku i poniżej 80% w 2018 roku. Taki poziom jak w 2018 roku po raz ostatni był widziany w Europie w 2011 roku, gdy zamykane były nieefektywne instalacje w krajach zachodnich. Oczekujemy, że nowa podaż przełoży się na spadek jednostkowej ceny sody w EUR w 2017 roku o 5% r/r oraz na stabilizację cen w 2018 roku (mimo dalszego wzrostu cen surowców energetycznych). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Grupy Ciech.

Grupa Azoty trzymaj								
Analitik: Jakub Szkopek			Cena bieżąca: 60,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-08-30			
			Cena docelowa: 65,50 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	9 898,5	10 024,4	1,3%	9 260,1	-7,6%	9 760,0	5,4%	Liczba akcji (mln) 99,2
EBITDA	822,4	1 309,3	59,2%	1 204,9	-8,0%	1 114,7	-7,5%	MC (cena bieżąca) 5 951,7
marża EBITDA	8,3%	13,1%		13,0%		11,4%		EV (cena bieżąca) 7 098,1
EBIT	302,2	830,0	174,6%	709,4	-14,5%	584,1	-17,7%	Free float 22,7%
Zysk netto	231,4	609,5	163,5%	507,6	-16,7%	399,4	-21,3%	
P/E	25,7	9,8		11,7		14,9		Zmiana ceny: 1m 10,7%
P/CE	7,9	5,5		5,9		6,4		Zmiana ceny: 6m -16,7%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m -46,2%
EV/EBITDA	8,7	5,1		5,9		6,9		Max (52 tyg.) 51,8
DYield (%)	0,7	0,0		1,4		3,3		Min (52 tyg.) 111,5

Bardzo dobre zbiory pszenicy i kukurydzy w krajach byłego ZSSR, Ameryce Południowej i Północnej powodują, że rynek zbóż czwarty rok z rzędu będzie znajdować się w nadpodaży. Wysoki historyczny stosunek zapasów do konsumpcji naszym zdaniem będzie skutecznie ograniczał próby wzrostu cen zbóż przynajmniej do końca 2016 roku. W takim otoczeniu oczekujemy, że niskie ceny nawozów utrzymają się co najmniej do końca 2017 roku, co będzie miało negatywny wpływ na wyniki Grupy Azoty. Wcześniej oczekiwaliśmy, że spadek zbiorów zbóż w Europie

wpłynie na bilans na światowym rynku, co pozwoli choćby na nieznaczny wzrost cen. Oczekujemy dwucyfrowego spadku wyniku EBITDA segmentu nawozów w 2016 i 2017 roku. Częściowo rekompensowane to będzie przez wzrost wyników w segmencie produktów chemicznych (głównie przez wysokie ceny melaminy). Rezultaty 3Q'16 były gorsze od naszych oczekiwań. Naszym zdaniem konsensus wyniku EBITDA na 2016 rok może przesunąć się w kierunku poniżej 1,1 mld PLN. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Lotos		trzymaj									
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		37,31 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-04-19	
		Cena docelowa:		26,50 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	28 501,9	22 709,4	-20,3%	19 875,1	-12,5%	26 296,4	32,3%	Liczba akcji (mln)		184,9	
EBITDA	-584,1	1 138,0		2 004,0	76,1%	2 086,5	4,1%	MC (cena bieżąca)		6 897,6	
marża EBITDA	-2,0%	5,0%		10,1%		7,9%		EV (cena bieżąca)		12 688,2	
EBIT	-1 393,0	423,4		1 037,4	145,0%	1 158,7	11,7%	Free float		46,8%	
Zysk netto	-1 466,3	-263,3	-82,0%	553,2		603,1	9,0%				
P/E				12,5		11,4		Zmiana ceny: 1m		10,2%	
P/CE		15,3		4,5		4,5		Zmiana ceny: 6m		19,1%	
P/BV	0,8	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m		31,3%	
EV/EBITDA		11,1		6,3		6,3		Min (52 tyg.)		24,1	
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		37,3	

Kurs Lotosu wyraźnie w pamięci ma wysokie odczyty marży rafineryjnej z ostatnich dwóch miesięcy i na razie nie zareagował jeszcze na wyraźne jej osłabienie po niedawnej decyzji OPEC o redukcji wydobycia. Oczekiwane przez nas pogorszenie otoczenia makro w segmencie downstream w przyszłym roku nie ominie na pewno gdańskiego koncernu, ale relatywnie do głównego lokalnego konkurenta Spółka jest lepiej pozycjonowana wobec tych trendów: i) duży udział średnich destylatów w strukturze produkcji wobec mocniejszych spadków marż na benzynie, ii) wysoką produkcję gazu w segmencie E&P, która kompensuje rosnące koszty energetyczne w rafinerii (europejski benchmark wzrósł od września o 50%) oraz iii) szansę uzyskania dodatkowej marży na sprzedaży diesla w kraju zamiast w eksporcie (nawet do 100 mln PLN w skali roku dzięki wyparciu szarej strefy z obrotu

hurtowego). Nasze tegoroczne prognozy EBITDA LIFO wymagają jednak aktualizacji, gdyż po 3Q wykonanie dotychczasowych szacunków sięga 94%, a modelowa marża w październiku i listopadzie uplasowała się powyżej oczekiwań. Naszym zdaniem bezpośrednie przenoszenie dobrych wyników 3Q na kolejne okresy nie jest jednak uzasadnione z uwagi na znaczną sezonowość. Nie należy też zakładać utrzymania niższego długu netto z 3Q z uwagi na oczekiwany wyższy capex i odpływ gotówki na kapitał obrotowy (jednorazowy wzrost zobowiązań o 380 mln PLN, głównie z tytułu przesunięcia płatności podatkowych). Potencjalnym katalizatorem dla kursu mogłaby być reaktywacja pomysłu konsolidacji z Orlenem. Wkrótce odniesiemy się do naszej rekomendacji i zaktualizujemy prognozy. Tymczasem utrzymujemy neutralne nastawienie.

MOL		trzymaj									
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		18 600 HUF				Data ostatniej aktualizacji:		2016-04-19	
		Cena docelowa:		16 593 HUF							
(mld HUF)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	4 866,6	4 102,6	-15,7%	3 436,5	-16,2%	4 589,4	33,5%	Liczba akcji (mln)		104,5	
EBITDA	408,4	647,5	58,6%	577,3	-10,8%	652,3	13,0%	MC (cena bieżąca)		1 944,1	
marża EBITDA	8,4%	15,8%		16,8%		14,2%		EV (cena bieżąca)		2 963,4	
EBIT	40,1	-216,0		227,6		298,0	30,9%	Free float		31,3%	
Zysk netto	4,1	-256,6		116,2		163,0	40,4%				
P/E	476,7			16,7		11,9		Zmiana ceny: 1m		-1,2%	
P/CE	5,2	3,2		4,2		3,8		Zmiana ceny: 6m		13,7%	
P/BV	1,1	1,3		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m		37,2%	
EV/EBITDA	7,2	4,3		5,1		4,4		Min (52 tyg.)		12 880,0	
DYield (%)	3,2	2,6		2,8		3,1		Max (52 tyg.)		18 940,0	

MOL w ostatnich miesiącach korzystał zarówno na sprzyjającym otoczeniu makro jak i poprawie sentymentu do Węgier (spadek ryzyka politycznego, zapowiedź obniżki podatku CIT). Dodatkowo rynek pozytywnie przyjął nową strategię, która wydaje się antycypować przyszłe trendy w głównych obszarach biznesowych. Jeśli chodzi o prognozy EBITDA to raczej nie przyniosła ona jednak pozytywnych niespodzianek (w okresie 2017-21 szacunki Zarządu plasują się 4-13% poniżej naszych oczekiwań), a planowane nakłady inwestycyjne mają być wyższe od bazowych szacunków. Naszym zdaniem warto przy tym zwrócić uwagę na dość agresywne założenia wzrostu wyników w obszarze detalicznym. Wkrótce opublikujemy nasze zaktualizowane prognozy dla Spółki i odniesiemy się do naszej ceny docelowej. Tymczasem utrzymujemy

neutralną rekomendację. Zalecamy ostrożność do sektora przerobu ropy z uwagi na oczekiwane przez nas pogorszenie modelowych marż z uwagi na powrót mocy po przestojach, normalizację popytu i rekordowy eksport z Chin. Dodatkowym problemem dla MOL-a jest słabnąca rentowność w segmencie petrochemicznym, który choć generuje tylko 25% obecnego strumienia CCS EBITDA to jest bardzo wrażliwy na zmiany modelowej marży. Zwracamy uwagę, że przy założeniu powrotu marż do średnich 10-letnich z EBITDA może wyparować około 100 mld HUF (większość zysków segmentu), a nie jest to założenie konserwatywne biorąc pod uwagę drożącą naftę i oczekiwane rekordowe uruchomienia nowych mocy w roku 2017 (głównie w USA i Chinach).

PGNiG
kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		5,20 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-12-06	
		Cena docelowa:		6,06 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	34 304,0	36 464,0	6,3%	32 667,0	-10,4%	33 300,2	1,9%	Liczba akcji (mln)		5 900,0	
EBITDA	6 345,0	6 080,0	-4,2%	5 669,8	-6,7%	6 172,1	8,9%	MC (cena bieżąca)		30 680,0	
marża EBITDA	18,5%	16,7%		17,4%		18,5%		EV (cena bieżąca)		30 913,0	
EBIT	3 843,0	3 290,0	-14,4%	3 039,1	-7,6%	3 583,5	17,9%	Free float		27,6%	
Zysk netto	2 823,0	2 134,0	-24,4%	2 157,0	1,1%	2 408,6	11,7%				
P/E	10,9	14,4		14,2		12,7		Zmiana ceny: 1m		4,4%	
P/CE	5,8	6,2		6,4		6,1		Zmiana ceny: 6m		-1,5%	
P/BV	1,0	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m		-1,7%	
EV/EBITDA	5,3	5,1		5,5		5,0		Min (52 tyg.)		4,5	
DYield (%)	2,9	3,8		3,5		4,3		Max (52 tyg.)		5,8	

Decyzja OPEC o redukcji wydobycia, która wywindowała ceny ropy, stała się także kluczowym katalizatorem dla PGNiG. Wyrwała notowania koncernu z marazmu związanego z piętnem ryzyka politycznego, jakim Spółka została naznaczona przy okazji wypowiedzi ministra dotyczącej możliwej konwersji kapitałów generującej znaczne zobowiązania podatkowe. Akcje PGNiG wcześniej dość długo ignorowały pozytywne trendy z rynku surowcowego (w tym 50% wzrosty cen gazu w Europie obserwowane od września), mimo 50% udziału segmentu wydobywczego w skonsolidowanym strumieniu EBITDA. Dobrą informacją, która nie została zdyskontowana była także podwyżka taryfy hurtowej, którą odczytujemy jako sygnał kontynuacji łagodnej polityki regulacyjnej w obszarze obrotu, szczególnie w kontekście zaplanowanego już ustawowo uwolnienia cen gazu dla odbiorców

komercyjnych od sierpnia 2017. Na razie nie identyfikujemy na horyzoncie politycznych zagrożeń w zakresie toksycznych projektów inwestycyjnych (proces budowy gazociągu w Norwegii jest na bardzo wstępnym etapie analiz) i podtrzymujemy prognozy wzrostu dywidendy w przyszłym roku (nawet po akwizycji aktywów JSW i PGG, dług netto na koniec roku będzie oscylował wokół zera, a FCF'17-18 prognozujemy na poziomie 1,9 mld rocznie), szczególnie że budżet państwa będzie potrzebował większego wsparcia niż w 2016 (założenia budżetowe wskazują spadek przychodów z dywidend, ale oczekujemy, że będzie to dotyczyło przede wszystkim PGE). Przypominamy, że w połowie przyszłego roku powinien zapaść wyrok arbitrażowy w sporze z Gazpromem, który może uwolnić nawet 0,6 mld USD z tytułu rekompensaty wstecznej. Przy obecnej cenie podnosimy rekomendację z akumuluj do kupuj.

PKN Orlen
redukuj

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 80,40 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2016-04-19
		Cena docelowa: 59,00 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	106 832,0	88 336,0	-17,3%	76 481,2	-13,4%	103 744,3	35,6%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	-2 720,0	6 235,0		7 558,0	21,2%	7 008,6	-7,3%	MC (cena bieżąca)	34 387,8
marża EBITDA	-2,5%	7,1%		9,9%		6,8%		EV (cena bieżąca)	42 175,0
EBIT	-4 711,0	4 340,0		5 355,1	23,4%	4 653,6	-13,1%	Free float	72,5%
Zysk netto	-5 811,0	2 837,0		3 796,4	33,8%	3 287,9	-13,4%		
P/E		12,1		9,1		10,5		Zmiana ceny: 1m	9,9%
P/CE		7,3		5,7		6,1		Zmiana ceny: 6m	18,4%
P/BV	1,8	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	20,8%
EV/EBITDA		6,9		5,6		6,2		Min (52 tyg.)	57,6
DYield (%)	1,8	2,1		2,5		3,6		Max (52 tyg.)	80,4

Akcje Orlenu kontynuowały w listopadzie pozytywne tendencje, co jest sporym zaskoczeniem w kontekście jednoznacznie negatywnej dla Spółki decyzji OPEC w sprawie redukcji wydobycia od stycznia 2017. Dynamiczne wzrosty cen ropy w ostatnim tygodniu wywarły istotną presję na marże rafineryjne (efekt zużyć własnych), dyferencjał Ural/Brent (perspektywa ograniczenia dostępności ciężkich gatunków ropy) i marże petrochemiczne (wzrosty cen nafty nie są przenoszone na klienta w kontekście wysokich cen petrochemikaliów). Nadal utrzymujemy negatywne nastawienie do sektora w średnim terminie. Widoczna już normalizacja popytu na benzynę (ujemna dynamika w USA za ostatni miesiąc) związana z odwróceniem trendu na ropie będzie dalej obniżać cracki, podobnie jak rosnący eksport diesla z Chin. Dodatkowym problemem w ujęciu lokalnym może być

dynamiczne odbicie cen gazu, które Orlen „urynkowił” w ostatnim aneksie do umowy z PGNiG (od września notowania spot wzrosły o 50%). W petrochemii obawiamy się o tąpnięcie na rentowności w związku z oczekiwanym przyrostem podaży w roku 2017, najwyższy od wielu lat (głównie w USA, na Bliskim Wschodzie i Chinach). Przypominamy, że po korekcie o awarię w Unipetrolu segment petrochemiczny generuje około 40% oczyszczonego strumienia EBITDA Grupy. Nadal też jako potencjalne ryzyko postrzegamy planowaną na koniec roku aktualizację strategii koncernu, szczególnie w kontekście ostatnich negatywnych zaskoczeń na energetyce (dodatkowy capex, obniżenie wagi dywidendy). Utrzymujemy negatywną rekomendację. Wkrótce przedstawimy naszą zaktualizowaną wycenę i prognozy.

Polwax		kupuj								
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		16,89 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02
		Cena docelowa:		23,24 PLN						
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Przychody	258,2	280,7	8,7%	282,0	0,5%	285,9	1,4%	Liczba akcji (mln)	10,3	
EBITDA	30,8	34,2	11,3%	34,9	1,9%	35,2	0,9%	MC (cena bieżąca)	174,0	
marża EBITDA	11,9%	12,2%		12,4%		12,3%		EV (cena bieżąca)	200,8	
EBIT	27,7	29,9	8,1%	30,6	2,1%	30,8	0,8%	Free float	51,3%	
Zysk netto	22,4	23,8	6,3%	24,5	2,7%	24,7	0,7%			
P/E	7,6	7,2		7,1		7,1		Zmiana ceny: 1m	0,5%	
P/CE	6,7	6,1		6,0		6,0		Zmiana ceny: 6m	14,0%	
P/BV	2,6	2,2		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	9,3%	
EV/EBITDA	6,8	5,9		5,8		5,4		Min (52 tyg.)	14,0	
DYield (%)	5,9	7,2		6,3		7,0		Max (52 tyg.)	18,5	

W listopadzie kurs Polwaxu utrzymywał się na stabilnym poziomie. Wyniki za 3Q'16 okazały się pozytywnym zaskoczeniem (odchylenie na EBITDA rzędu 8%), ale głównie z uwagi na wyższe o 11% przychody związane z wyższą niż przed rokiem realizacją kontraktu z siecią Biedronka (skala umowy jest zbliżona, ale przesunęły się faktury pomiędzy 3Q i 4Q na około 15 mln PLN). W tym kontekście nie ma to dużego znaczenia dla wyników całorocznych. Realizacja naszych rocznych prognoz po trzech kwartałach jest zbliżona do analogicznego okresu roku poprzedniego, aczkolwiek utrzymujące się trudne otoczenie zewnętrzne (wciąż widoczna presja na marżę brutto) generuje pewne ryzyko dla ich wykonania. Jeśli chodzi o słabszy cash flow w 3Q to nie przykładalibyśmy do tego dużej wagi właśnie z uwagi na wspomniane przesunięcia w umowie z Jeronimo Martins, które zamroziły znaczną część

gotówki w kapitale obrotowym. W perspektywie kolejnych miesięcy może brakować znaczących katalizatorów dla kursu, choć ostatnie wzrosty cen ropy i innych surowców powinny generować szanse na dodatkowe zyski związane z wykorzystaniem potencjału magazynowego Spółki. W średnim terminie ważna będzie komunikacja Zarządu w zakresie dywidendy po wyjściu funduszu Krokus z akcjonariatu i rozpoczęciu realizacji projektu inwestycyjnego Future. Według naszych kalkulacji przy utrzymaniu wskaźnika dług netto/EBITDA na poziomie 2,0-2,5x Spółka mogłaby wypłacać w latach 2017-20 około 30% zysku netto, co dawałoby średnio 0,7-0,9 PLN/akcję (4-5% DYield). W latach 2017-19 cash flow operacyjny szacujemy na 80-85 mln PLN, co przy nakładach 120 mln PLN i potencjale kredytu na poziomie 95 mln PLN pozostawia miejsce na transfer do akcjonariuszy. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Synthos		sprzedaj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		4,50 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-11-04	
		Cena docelowa:		3,39 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	4 618,8	4 058,0	-12,1%	4 199,0	3,5%	4 600,3	9,6%	Liczba akcji (mln)	1 323,3
EBITDA	635,8	617,0	-3,0%	591,0	-4,2%	669,6	13,3%	MC (cena bieżąca)	5 954,6
marża EBITDA	13,8%	15,2%		14,1%		14,6%		EV (cena bieżąca)	6 775,7
EBIT	479,6	450,0	-6,2%	405,1	-10,0%	496,8	22,6%	Free float	37,5%
Zysk netto	356,9	426,0	19,4%	302,3	-29,0%	376,0	24,4%		
P/E	16,7	14,0		19,7		15,8		Zmiana ceny: 1m	-1,1%
P/CE	11,6	10,0		12,2		10,8		Zmiana ceny: 6m	20,3%
P/BV	2,7	2,6		2,3		2,1		Zmiana ceny: 12m	20,6%
EV/EBITDA	10,5	10,7		11,5		10,0		Min (52 tyg.)	3,3
DYield (%)	6,9	5,6		0,0		3,0		Max (52 tyg.)	4,8

Wyniki Grupy Synthos w 3Q'16 były niższe od naszych oczekiwań oraz konsensusu. Mimo niskiej bazy porównawczej 3Q'15 wynik tegoroczny okazał się niższy r/r, mimo konsolidacji przez okres jednego miesiąca aktywów nabytych od INEOS. Największe negatywne zaskoczenie miało miejsce w segmencie produktów styrenowych, gdzie marża EBITDA spadła do 8%, podczas gdy we wcześniejszych kwartałach utrzymywała się powyżej 10%. Synthos jednocześnie

na każdej tonie produktów styrenowych zarabiał 1/3 EBITDA mniej niż miało to miejsce rok wcześniej. Czynnikiem, który pozytywnie wpływa na notowania Synthosu w końcu 2016 roku jest oczekiwana dywidenda zaliczkowa 0,53 PLN/akcja oraz krótkoterminowy wzrost notowań cen kauczków naturalnych w Chinach. Podtrzymujemy naszą rekomendację sprzedaj dla Grupy Synthos.

Energetyka

CEZ										kupuj	
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		407,00 CZK				Data ostatniej aktualizacji:		2016-12-06	
		Cena docelowa:		496,80 CZK							
(mln CZK)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln CZK)			
Przychody	201 751,0	210 167,0	4,2%	198 220,0	-5,7%	199 994,0	0,9%	Liczba akcji (mln)		538,0	
EBITDA	72 676,0	65 265,0	-10,2%	58 297,1	-10,7%	55 429,2	-4,9%	MC (cena bieżąca)		218 961,8	
marża EBITDA	36,0%	31,1%		29,4%		27,7%		EV (cena bieżąca)		358 876,0	
EBIT	36 946,0	28 961,0	-21,6%	29 146,7	0,6%	25 572,4	-12,3%	Free float		29,5%	
Zysk netto	22 403,0	20 739,0	-7,4%	18 837,6	-9,2%	16 014,8	-15,0%				
P/E	9,8	10,6		11,6		13,7		Zmiana ceny: 1m		-11,7%	
P/CE	3,8	3,8		4,6		4,8		Zmiana ceny: 6m		-11,5%	
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m		-9,6%	
EV/EBITDA	5,3	5,4		6,2		6,5		Min (52 tyg.)		364,1	
DYield (%)	9,7	9,7		9,8		6,9		Max (52 tyg.)		470,9	

Kurs CEZ w listopadzie znalazł się pod presją z uwagi na przecenę na niemieckim rynku energii (spadek rocznego benchmarku poniżej 30 EUR/MWh) związaną z korektą cen kontraktowych węgla w portach ARA oraz powrotem niskich cen uprawnień do emisji (4 EUR/t z uwagi na brak oczekiwanego porozumienia w zakresie reformy systemu ETS w Parlamencie Europejskim). Dodatkowym problemem było pogorszenie sentymentu do spółek dywidendowych w związku z tendencjami na obligacjach. Obserwowane obecnie pozytywne trendy na rynku ropy i gazu mogą naszym zdaniem ponownie wesprzeć kwotowania węgla w kolejnych miesiącach, ale przypominamy, że w naszym modelu nie zakładamy agresywnej ścieżki cenowej (średnia cena w 2018 roku na poziomie 29 EUR/MWh, z czego połowa jest już zabezpieczona),

a mimo to oczekujemy, że Spółce uda się odwrócić negatywny trend na EBITDA w 2018 roku dzięki wyższej dyspozycyjności elektrowni atomowych i oddaniu do użytku bardziej efektywnych mocy węglowych. Prognozujemy, że w najbliższych 4 latach wolne przepływy pieniężne będą oscylować wokół 17 mld CZK, co pozwala na sfinansowanie dywidendy rzędu 30 CZK/akcje, bez dodatkowego obciążania bilansu. Ograniczeniem dla takich wypłat będzie jednak górny przedział polityki dywidendowej, która obecnie zakłada transfer do akcjonariuszy sięgający maksymalnie 80% zysku netto (stąd nasze założenia DPS w latach 2017-19 wynoszą średnio tylko 26 CZK/akcję). Biorąc pod uwagę ostatnią przecenę kursu podnosimy naszą rekomendację z akumuluj do kupuj.

Enea <trzymaj< th=""></trzymaj<>											
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		9,60 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-10-04	
		Cena docelowa:		8,81 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	9 855,4	9 848,4	-0,1%	10 250,9	4,1%	10 174,6	-0,7%	Liczba akcji (mln)	441,4		
EBITDA	1 945,4	2 129,9	9,5%	2 225,8	4,5%	2 178,4	-2,1%	MC (cena bieżąca)	4 237,8		
marża EBITDA	19,7%	21,6%		21,7%		21,4%		EV (cena bieżąca)	9 737,6		
EBIT	1 186,5	-162,1		1 094,4		1 039,7	-5,0%	Free float	48,5%		
Zysk netto	908,3	-434,9		781,4		688,2	-11,9%				
P/E	4,7			5,4		6,2		Zmiana ceny: 1m	-6,3%		
P/CE	2,5	2,3		2,2		2,3		Zmiana ceny: 6m	-1,4%		
P/BV	0,4	0,4		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-13,9%		
EV/EBITDA	2,7	4,2		4,4		4,5		Min (52 tyg.)	8,4		
DYield (%)	5,9	4,9		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	12,2		

Kurs akcji Enei był w listopadzie pod presją, co obok negatywnych tendencji na węglu w Europie mogło wynikać z wyjścia Spółki z indeksu MSCI. Nadal jednak patrząc przez pryzmat ostatnich miesięcy koncern wyróżnia się pozytywnie na tle sektora, co naszym zdaniem nie znajduje uzasadnienia, nawet uwzględniając ekspozycję Grupy na ewentualne wzrosty cen węgla (nie jest unikalna na tle sektora, gdyż praktycznie wszystkie koncerny pośrednio lub bezpośrednio korzystają na droższym paliwie) czy lepsze od oczekiwań wyniki za 3Q. Rynek neutralnie ocenił też wyłączność w negocjacjach na Engie Polska, choć naszym zdaniem skala transakcji może być znacząca (EV około 2 mld PLN) i po aktualizacji wartości tych aktywów już na bilansie Enei wg

mnożników polskich spółek energetycznych kontrolowanych przez Skarb Państwa, implikowana strata dla akcjonariuszy może sięgać nawet 0,5-0,6 mld PLN. Przypominamy, że jeśli chodzi o perspektywę dywidend i FCF to Enea nie wyróżnia się w żaden pozytywny sposób na tle sektora (strategia na lata 2016-20, która koncentruje się na wydatkach inwestycyjnych, a średnioroczny capex w perspektywie 2030 roku ma sięgać 2,9 mld PLN, co przy osiągalnym poziomie EBITDA rzędu 3 mld PLN implikuje jasny sygnał, że w najbliższej dekadzie trudno liczyć na pozytywne przepływy pieniężne i transfer do akcjonariuszy). W tym kontekście utrzymujemy neutralną rekomendację.

Energia		akumuluj									
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		8,19 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-12-06	
		Cena docelowa:		9,20 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	10 590,0	10 804,0	2,0%	10 521,0	-2,6%	10 628,9	1,0%	Liczba akcji (mln)		414,1	
EBITDA	2 307,0	2 196,0	-4,8%	1 932,1	-12,0%	1 924,1	-0,4%	MC (cena bieżąca)		3 391,2	
marża EBITDA	21,8%	20,3%		18,4%		18,1%		EV (cena bieżąca)		8 296,4	
EBIT	1 446,0	1 280,0	-11,5%	447,0	-65,1%	1 004,6	124,7%	Free float		50,0%	
Zysk netto	982,0	832,0	-15,3%	12,1	-98,5%	507,8	4102,5%				
P/E	3,5	4,1		280,6		6,7		Zmiana ceny: 1m		5,4%	
P/CE	1,8	1,9		2,3		2,4		Zmiana ceny: 6m		-15,5%	
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m		-29,1%	
EV/EBITDA	2,8	3,3		4,3		4,2		Min (52 tyg.)		7,0	
DYield (%)	12,2	17,6		6,0		2,9		Max (52 tyg.)		13,9	

Zaprezentowana w listopadzie aktualizacja strategii nie przyniosła znaczących zaskoczeń jeśli chodzi o projekcje capex (odchYLENIE w góre w okresie 2020-25 z uwagi na uwzględnienie potencjalnych akwizycji, projektów OZE i inwestycji w obszarze obrotu), a w przypadku strumienia EBITDA Zarząd zasygnalizował potencjalne obszary odchYLEN od naszego bazowego scenariusza z tytułu nowych produktów i usług (100 mln PLN) i z programu poprawy efektywności (130 mln PLN). W temacie dywidendy komunikacja była dość lakoniczna, ale oczekujemy, że Zarząd utrzyma chęć wypłaty części zysku (zakładamy 100 mln PLN rocznie), choć ostateczna decyzja będzie należeć do WZA. Aktualne zadłużenie netto wynosi 2,3x EBITDA, ale biorąc pod uwagę już zaplanowane wydatki wskaźnik ten wzrośnie do 3,1x w roku 2022, co ogranicza pole do kolejnych istotnych inwestycji poza potencjalną akwizycją części elektrociepłowni

EDF do 1 mld PLN. Zamrożone projekty gazowe nie mają poparcia politycznego, a inwestycja w drugi próg na Wiśle choć dość kosztowna (całość 3,5 mld PLN), to będzie rozłożona na co najmniej 10 lat. Rynek przecenia naszym zdaniem negatywny wpływ załamania zielonych certyfikatów na wyniki Grupy, a jednocześnie nie bierze pod uwagę potencjału poprawy rezultatów w obrocie po zmianach w funkcjonowaniu instytucji sprzedawcy z urzędu (koszty rzędu 50-100 mln PLN rocznie w zależności od skali problemów z bilansowaniem portfela). Zwracamy także uwagę na podpisaną umowę dotyczącą dostaw węgla do bloku C, które będą realizowane według formuły cenowej uwzględniającej marżę na generacji (zabezpieczenie również na poziomie kosztów zmiennych). Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Spółki, choć po ostatnich wzrostach kursu obniżamy naszą rekomendację z kupuj do akumuluj.

PGE		trzymaj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		9,22 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2016-10-04
		Cena docelowa:		10,63 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	28 143,0	28 542,0	1,4%	28 904,9	1,3%	28 821,6	-0,3%	Liczba akcji (mln)	1 869,8
EBITDA	8 293,0	8 228,0	-0,8%	6 167,1	-25,0%	5 949,7	-3,5%	MC (cena bieżąca)	17 239,4
marża EBITDA	29,5%	28,8%		21,3%		20,6%		EV (cena bieżąca)	23 739,3
EBIT	5 096,0	-3 589,0		2 657,9		3 236,6	21,8%	Free float	38,1%
Zysk netto	3 638,0	-3 032,0		1 783,0		2 270,8	27,4%		
P/E	4,7			9,7		7,6		Zmiana ceny: 1m	-9,9%
P/CE	2,5	2,0		3,3		3,5		Zmiana ceny: 6m	-29,0%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-28,5%
EV/EBITDA	2,0	2,4		3,8		4,5		Min (52 tyg.)	9,1
DYield (%)	12,0	8,5		2,7		2,6		Max (52 tyg.)	14,4

Zgodnie z naszą tezą przedstawioną w ostatnim raporcie sektorowym, notowaniom PGE ciąży „łatka” wehikułu inwestycyjnego Ministerstwa Energii. Spółka praktycznie w ogóle nie zareagowała na wcześniejsze wzrosty cen na rynku węgla w Europie i na niedawne spekulacje o możliwych podwyżkach w kopalniach śląskich (mimo takiej skali integracji pionowej w wytwarzaniu). Nie pomogły również lepsze wyniki za 3Q i notyfikacja przez KE rządowej pomocy publicznej dla PGG (ryzyko większego zaangażowania finansowego PGE w ratowanie kopalni mocno spadło). Rynek cały czas ma w pamięci ogłoszoną strategię koncernu (nowe projekty węglowe, w ty kosztowne instalacje zgazowania), w której zabrakło ważnego miejsca dla dywidendy. „Problemem” Spółki jest relatywnie silny bilans (w szczytowym roku 2018 dług netto/EBITDA tylko 1,8x), który ekspozuje ją na

różnego rodzaju trudne projekty inwestycyjne, ważne z punktu widzenia polityki energetycznej rządu (dostępne finansowanie sięga 20 mld PLN). Widzimy co prawda na horyzoncie potencjalne pozytywne katalizatory dla kursu, jak chociażby korzystniejsze parametry rynku mocy (ostatnio pojawiły się jednak pewne ryzyka braku zgody KE na mechanizmy proponowane przez polski rząd i wprowadzenie dyskryminujących węgiel limitów emisji), wzrost dyspozycyjności elektrowni w Bełchatowie w kolejnych kwartałach czy wyższe ceny węgla na lokalnym rynku (każda 1 PLN/GJ oznacza dla PGE dodatkowe 0,35 mld PLN zysku), ale założenie, że ich beneficjentami będą akcjonariusze PGE, z uwagi na ostatnie komunikaty resortu energii, jest obarczone wysokim ryzykiem. W tym kontekście utrzymujemy neutralną rekomendację mimo ostatnich spadków kursu.

Tauron										akumuluj									
Analitik: Kamil Kliszc				Cena bieżąca:		2,66 PLN						Data ostatniej aktualizacji:		2016-12-06					
				Cena docelowa:		3,03 PLN													
(mln PLN)		2014		2015		zmiana		2016P		zmiana		2017P		zmiana		Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody		18 577,5		18 375,2		-1,1%		17 541,7		-4,5%		17 757,2		1,2%		Liczba akcji (mln)		1 752,5	
EBITDA		3 694,5		3 523,3		-4,6%		3 249,5		-7,8%		3 405,6		4,8%		MC (cena bieżąca)		4 661,8	
marża EBITDA		19,9%		19,2%				18,5%				19,2%				EV (cena bieżąca)		13 777,2	
EBIT		1 830,1		-1 901,1				895,2				1 619,7		80,9%		Free float		54,5%	
Zysk netto		1 180,9		-1 807,3				537,8				987,9		83,7%					
P/E		3,9						8,7				4,7				Zmiana ceny: 1m		3,9%	
P/CE		1,5		1,3				1,6				1,7				Zmiana ceny: 6m		3,1%	
P/BV		0,3		0,3				0,3				0,3				Zmiana ceny: 12m		3,5%	
EV/EBITDA		3,1		3,5				4,2				4,5				Min (52 tyg.)		2,4	
DYield (%)		7,1		5,6				0,0				0,0				Max (52 tyg.)		3,2	

Relatywnie słaby bilans stanowi niejako tarczę ochronną przed pomysłami zaangażowania Tauronu w kolejne toksyczne dla akcjonariuszy projekty w perspektywie 2020 roku oraz ewentualnymi kosztami konwersji kapitałów, co korzystnie pozycjonuje go chociażby na tle PGE, do której jest notowany z 8% dyskontem na EV/EBITDA'2017/18. Dzięki zapowiedzianym cięciom nakładów inwestycyjnych i dalszej restrukturyzacji kosztowej Spółka powinna w 2019 zacząć generować dodatni FCF, a jeśli uda się zrealizować plany rozwodnienia udziału w Jaworznie może to nastąpić już rok wcześniej. Pozytywnym katalizatorem dla Spółki mogłoby być ewentualne rozszerzenie mechanizmu rezerwy zimnej (całkiem realny scenariusz objęcia dopłatami 600 MW mocy planowanych do wyłączenia w perspektywie 2020 roku implikowałoby około 150 mln PLN dodatkowego strumienia EBITDA rocznie). Ważną informacją z

ostatniego komunikatu o wynikach 3Q jest dodatni rezultat wydobycia, gdyż uwiarygadnia zapowiedzi Zarządu dotyczące dochodzenia do break even dzięki zwiększeniu wolumenów oraz cięciom kosztów. W tym kontekście widzimy potencjał do poniesienia prognoz segmentu na 2017 rok, szczególnie w kontekście zapowiadanych ostatnio w prasie możliwych podwyżek cen węgla ze śląskich kopalni (nawet jeśli ceny miały nie wzrosnąć, to na pewno zostanie to odzwierciedlone w sortymentach grubych i średnich, których Tauron sprzedaje poza Grupę około 1 mln ton rocznie). Przypominamy, że po pierwszym półroczu 2016 strata EBITDA segmentu wynosiła prawie 170 mln PLN. Naszym zdaniem Tauron będzie jedyną spółką z sektora, która poprawi wyniki w 2017 roku. Po ostatnich wzrostach kursu obniżamy naszą rekomendację z kupuj do akumuluj.

Telekomunikacja

Netia		akumuluj									
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		4,52 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-06-08	
		Cena docelowa:		5,30 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 674,0	1 572,2	-6,1%	1 529,6	-2,7%	1 460,9	-4,5%	Liczba akcji (mln)		343,9	
EBITDA	581,4	449,0	-22,8%	430,6	-4,1%	404,7	-6,0%	MC (cena bieżąca)		1 554,5	
marża EBITDA	34,7%	28,6%		28,1%		27,7%		EV (cena bieżąca)		1 844,1	
EBIT	157,4	27,9	-82,3%	11,5	-58,7%	19,3	67,4%	Free float		100,0%	
Zysk netto	174,8	2,2	-98,7%	-11,8		-0,5	-95,9%				
P/E	9,0	711,3						Zmiana ceny: 1m		-1,7%	
P/CE	2,6	3,7		3,8		4,0		Zmiana ceny: 6m		-6,6%	
P/BV	0,7	0,8		0,8		0,9		Zmiana ceny: 12m		-15,2%	
EV/EBITDA	2,9	4,1		4,3		4,9		Min (52 tyg.)		4,1	
DYield (%)	9,3	13,3		8,8		8,8		Max (52 tyg.)		5,8	

Netia zaraportowała w 3Q'16 wyniki poniżej naszych oczekiwań (-5% na linii EBITDA). CAPEX wyniósł 62 mln PLN i był wyższy R/R. Spółka rozpoczęła pierwsze inwestycje w FTTH (skala rzędu kilku mln PLN). Tym samym weszła w etap zwiększonych nakładów inwestycyjnych, co może ochłodzić sentyment inwestorów. Przypominamy, że Netia chce wydać 400 mln PLN na sieć zapewniającą dla

gospodarstw domowych usługi w standardzie FTTH/FTTB. W ten sposób pokryje szybką siecią 2,6 mln gospodarstw domowych do 2020 r. Z drugiej strony są dwa argumenty: (1) wysoka dywidenda za 2016 r. oraz (2) skup akcji własnych z ceną maksymalną 5,10 PLN powinny wspierać kurs akcji. Dotychczas w ramach skupu zrealizowano nabycie walerów za 31,4 mln PLN (program do 100 mln PLN).

Orange Polska		kupuj									
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		5,25 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-11-16	
		Cena docelowa:		7,00 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	12 191,0	11 840,0	-2,9%	11 395,9	-3,8%	11 178,9	-1,9%	Liczba akcji (mln)	1 312,0		
EBITDA	3 863,0	3 443,0	-10,9%	3 157,5	-8,3%	2 940,6	-6,9%	MC (cena bieżąca)	6 888,0		
marża EBITDA	31,7%	29,1%		27,7%		26,3%		EV (cena bieżąca)	13 767,3		
EBIT	791,0	572,0	-27,7%	439,5	-23,2%	367,4	-16,4%	Free float	49,3%		
Zysk netto	340,0	254,0	-25,3%	67,9	-73,3%	45,4	-33,1%				
P/E	20,3	27,1		101,5		151,7		Zmiana ceny: 1m	-1,3%		
P/CE	2,0	2,2		2,5		2,6		Zmiana ceny: 6m	-8,9%		
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-19,0%		
EV/EBITDA	2,9	3,2		4,4		4,5		Min (52 tyg.)	5,0		
DYield (%)	9,5	9,5		4,8		4,8		Max (52 tyg.)	6,9		

FCF Orange Polska wyniesie w 2016 r. ok. 620 mln PLN. Implikuje to FCF Yield na poziomie ok. 8%, niewiele wyższy niż koszt kapitału własnego rzędu 7,4%. Jednak z tej perspektywy rynek pomija dwie istotne kwestie: (1) pozytywny wpływ sieci FTTH na linię EBITDA w przyszłości oraz (2) spadek CAPEXu na nową sieć po 2018 r. W naszym scenariuszu bazowym przyjmujemy podłączenie 3,5 mln gospodarstw do stacjonarnej sieci światłowodowej do końca 2018 r. oraz wzrost wskaźnika penetracji do 25% w ciągu 5 lat. Spodziewamy się, że nowa sieć przyniesie ok. 200 mln obrotów w 2018 r. i wzrosty wyników telekomu w kolejnych latach. Po okresie intensywnego CAPEXu na nową sieć, tj. po 2018 r., przyjmujemy nakłady na poziomie 1,5 mld i FCF po odsetkach rzędu 1,2 mld PLN, co implikuje FCFYield ok. 17%. W ten sposób telekom może powrócić do wypłaty 0,50 PLN

dywidendy. Jeśli założone tempo akwizycji klientów okazałoby się zbyt optymistyczne, Orange Polska może zmonetyzować sieć FTTH przez udostępnienie jej w atrakcyjnym cenowo modelu BSA dla pozostałych trzech operatorów mobilnych (z których żaden nie ma własnej sieci stacjonarnej dla B2C). W skrajnym przypadku może dojść do separacji infrastruktury, na wzór wydzielenia spółki CETIN z czeskiego O2 w 2015 r. Dodatkowo zwracamy uwagę na poprawę bilansu telekomu, która nastąpi dzięki: faktoringowi należności za sprzęt mobilny (zakładamy +800 mln PLN w 1Q'17), przyspieszeniu sprzedaży nieruchomości (+580 mln PLN w ciągu 3 lat), oszczędności na CAPEX organicznym (spadek z poziomu 1,7 mld PLN do 1,4 mld PLN tylko w ciągu 2016 r.). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Media

Agora		kupuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 11,00 PLN						Data ostatniej aktualizacji: 2016-10-05	
		Cena docelowa: 12,60 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 102,4	1 189,3	7,9%	1 203,9	1,2%	1 249,5	3,8%	Liczba akcji (mln)	47,7
EBITDA	77,7	120,7	55,3%	100,2	-17,0%	108,3	8,1%	MC (cena bieżąca)	524,3
marża EBITDA	7,1%	10,2%		8,3%		8,7%		EV (cena bieżąca)	691,2
EBIT	-18,3	18,7		4,0	-78,9%	-6,3		Free float	62,0%
Zysk netto	-12,6	12,7		-15,0		-12,4	-17,3%		
P/E		41,3						Zmiana ceny: 1m	2,3%
P/CE	6,3	4,6		6,5		5,1		Zmiana ceny: 6m	-13,0%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-17,3%
EV/EBITDA	7,8	5,3		6,9		6,6		Min (52 tyg.)	9,6
DYield (%)	5,7	1,8		6,8		5,5		Max (52 tyg.)	13,4

Wyniki segmentu Prasa za 3Q'16 nie pozostawiły złudzeń: segment wygenerował tylko 1,2 mln PLN zysku EBITDA vs. 7,7 mln PLN rok wcześniej, ilość reklamy per sztuka spadła R/R aż o 19%. Ekstrapolując trendy w 3Q'16 na kolejne okresy, segment Prasa notowałby trwale straty na linii EBITDA od 2017 r. Jednak Agora ogłosiła wczoraj zamiar ograniczenia zatrudnienia do końca br., reorganizację pracy redakcji oraz rezygnację z dziennika Metrocafe.pl. Grupa planuje także przegląd innych obszarów działania w celu optymalizacji struktury zatrudnienia. Powyższe zmiany oceniamy pozytywnie. Przy redukcji kosztów wynagrodzeń Prasy o ok. 10%, Agora będzie mieć szansę na pozytywny wynik EBITDA segmentu w okresie 2017-19, kiedy zajdzie

transformacja modelu prasy z drukowanego na cyfrowy. Agora jest wyceniana na wskaźniku EV/EBITDA'16=6,9x, tj. z dyskontem do grupy porównywalnej, co nie jest uzasadnione biorąc pod uwagę, że: (1) wzrostowe i wyceniane na poziomach EV/EBITDA >9,0x segmenty Outdoor i Kino generują ponad 50% EBITDA, (2) Agora prezentuje zdrowy bilans z zadłużeniem netto/EBITDA rzędu 1,5x, a (3) grupa planuje dalsze oszczędności kosztowe. Zwracamy także uwagę, że (4) obecny CAPEX w Agorze powinien być mniejszy o połowę w ciągu 2 lat, co przekłada się na FCF na poziomie 0,9-1,0 PLN na akcję i (5) będzie podstawą do płatności dywidendy rzędu 0,75 PLN (wysoki DYield=6,8%). Podtrzymujemy pozytywne podejście.

Cyfrowy Polsat		redukuj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 24,30 PLN						Data ostatniej aktualizacji: 2016-09-13	
		Cena docelowa: 21,80 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	9 760,0	9 823,0	0,6%	9 685,8	-1,4%	9 624,5	-0,6%	Liczba akcji (mln)	639,5
EBITDA	2 738,2	3 685,1	34,6%	3 550,7	-3,6%	3 500,9	-1,4%	MC (cena bieżąca)	15 540,9
marża EBITDA	28,1%	37,5%		36,7%		36,4%		EV (cena bieżąca)	26 634,8
EBIT	1 442,4	1 985,8	37,7%	1 717,1	-13,5%	1 776,4	3,5%	Free float	33,5%
Zysk netto	292,5	1 163,4	297,7%	911,1	-21,7%	1 042,3	14,4%		
P/E	53,1	13,4		17,1		14,9		Zmiana ceny: 1m	3,6%
P/CE	9,8	5,4		5,7		5,6		Zmiana ceny: 6m	9,4%
P/BV	1,7	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	0,6%
EV/EBITDA	10,2	7,2		7,5		7,3		Min (52 tyg.)	20,1
DYield (%)	0,7	0,0		0,0		1,5		Max (52 tyg.)	25,7

Podtrzymujemy negatywne nastawienie do Cyfrowego Polsatu. Spółka jest obecnie notowana na wskaźniku EV/EBITDA'16 7,5x, tj. z premią do grupy porównywalnej. Premia nie jest uzasadniona biorąc pod uwagę tempo wzrostu wyników grupy porównawczej (tj. +2% na linii EBITDA w 2016 r. vs. -4% CPS), jak i poziom wypłacanej dywidendy nawet w dłuższej perspektywie (DYield'18 = 5,0% vs. 2,3% CPS). Podkreślamy też brak zapowiadanego cięcia kosztów, który jest zakładany przez konsensus na przyszłe lata. Ze strategicznego punktu widzenia: na terenach mało zurbanizowanych Cyfrowy będzie

napotykać konkurencję ze strony trzech pozostałych operatorów komórkowych, którzy w szybkim tempie budują pokrycie na zdobytych w arcydrogiej aukcji pasmach z zakresu 800 MHz. Z kolei inwestycje Orange Polska, Netii i UPC w szybkie sieci szerokopasmowe, przy wparciu nowego szefa UKE, stanowią naszym zdaniem duże ryzyko w zakresie klientów z miast >20 tys. mieszkańców. Strategiczną opcją dla Cyfrowego Polsatu byłoby przejęcie operatora stacjonarnego, jednak spółka ma nieco związane ręce przez duże zadłużenie.

Wirtualna Polska		akumuluj							
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		51,26 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-11-18	
		Cena docelowa:		60,00 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	248,3	325,6	31,1%	413,0	26,9%	471,4	14,1%	Liczba akcji (mln)	29,8
EBITDA	51,0	94,4	85,0%	128,6	36,3%	148,8	15,7%	MC (cena bieżąca)	1 526,3
marża EBITDA	20,5%	29,0%		31,1%		31,6%		EV (cena bieżąca)	1 689,3
EBIT	22,7	64,0	181,8%	86,6	35,4%	102,2	18,0%	Free float	33,6%
Zysk netto	-0,3	4,3		56,5	1205,0%	77,6	37,3%		
P/E		352,4		27,0		19,7		Zmiana ceny: 1m	-4,9%
P/CE	54,4	43,9		15,5		12,3		Zmiana ceny: 6m	11,2%
P/BV	2,7	4,3		3,7		3,3		Zmiana ceny: 12m	29,4%
EV/EBITDA	32,9	18,3		13,1		11,2		Min (52 tyg.)	35,0
DYield (%)	0,9	0,0		0,0		2,8		Max (52 tyg.)	57,8

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Wirtualnej Polski. Spółka lider polskiego rynku portali horyzontalnych z jednym największym zasięgiem w Polsce rzędu 76,2%. Unikatowość modelu biznesu WP polega na wykorzystaniu silnej pozycji w polskim Internecie do zwiększania wolumenu i jednostkowej skali transakcji na portalach e-commerce, przy zastosowaniu algorytmów BigData. Dzięki inwestycji w walory WP inwestorzy zyskują (1) ekspozycję na rynek reklamy online, którego wzrost jest szacowany na 11% rocznie w perspektywie 2016-20 oraz (2) rynek e-commerce, który rośnie w tempie >15% rocznie. Wskazujemy też na relatywnie małą wrażliwość spółki

na ryzyka polityczne. Dzięki szybkim wzrostom przychodów i poprawie rentowności operacyjnej (marża EBITDA wzrosła do 35,7% o 1,5 p.p. R/R w 9M'16) szacujemy CAGR zysku netto w latach 2016-19 na ponad 25%. Niskie zalewarowanie na poziomie 1,3x EBITDA na koniec 3Q'16, mała kapitałochłonność biznesu (CAPEX/przychody = ok, 9%) oraz wysoka konwersja wyniku EBITDA na przepływy operacyjne (rzędu > 90%) przekładają się na możliwość wypłaty dywidendy począwszy od 2017 r. Przy założeniu stopy wypłaty dywidendy rzędu 75%, DivYield w 2017 r. wynosi 2,8% i rośnie do 5,5% w 2020 r.

IT

Asseco Poland trzymaj								
Analitik: Paweł Szpigel		Cena bieżąca: 52,74 PLN		Cena docelowa: 60,60 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-09-26		
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	6 231,9	7 256,2	16,4%	7 978,8	10,0%	8 247,0	3,4%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	905,4	1 007,7	11,3%	1 069,0	6,1%	1 100,2	2,9%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	14,5%	13,9%		13,4%		13,3%		EV (cena bieżąca)
EBIT	637,0	745,2	17,0%	785,4	5,4%	812,1	3,4%	Free float
Zysk netto	358,7	365,5	1,9%	313,7	-14,2%	338,4	7,9%	
P/E	12,2	12,0		14,0		12,9		Zmiana ceny: 1m
P/CE	7,0	7,0		7,3		7,0		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	7,6	7,3		6,8		6,5		Min (52 tyg.)
DYield (%)	4,9	5,5		5,7		5,8		Max (52 tyg.)

Podtrzymujemy nasze neutralne nastawienie do spółki. Asseco zaraportowało wyniki za 3Q'16 poniżej oczekiwań, a rynek publiczny pozostaje niewiadomą w 2017 r. Według zapowiedzi Ministerstwo Cyfryzacji nie przewiduje wielkich projektów IT, które mogłoby wykonać jedynie kilka dużych firm IT i chce dać szansę mniejszym firmom. Każdy projekt przed akceptacją jest bardzo dokładnie analizowany. Sądzymy, że

rentowność projektów IT będzie mniejsza, a ich zdobycie trudniejsze. Dodatkowo, Asseco Poland zmagają się także z wynikami przejętego w 2014 r. R-Style (spółka chce zamykać nierentowne działy obsługujące poprzednio Sberbank, koncentrować się na pozyskaniu nowych kontraktów, opcją zostaje też obcięcie zatrudnienia, jeśli pozyskanie nowych zamówień okazałoby się trudne).

CD Projekt sprzedaj								
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca: 53,68 PLN		Cena docelowa: 26,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-08-03		
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	96,2	798,0	729,6%	293,5	-63,2%	257,5	-12,3%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	12,2	429,3	3427,3%	140,3	-67,3%	88,4	-37,0%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	12,7%	53,8%		47,8%		34,3%		EV (cena bieżąca)
EBIT	9,0	424,2	4608,0%	133,7	-68,5%	82,8	-38,0%	Free float
Zysk netto	5,2	342,4	6470,0%	114,6	-66,5%	73,6	-35,8%	
P/E	977,9	15,2		45,4		70,6		Zmiana ceny: 1m
P/CE	608,7	15,0		42,9		65,7		Zmiana ceny: 6m
P/BV	30,3	10,1		8,1		7,3		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	415,9	11,2		33,4		52,9		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

Po premierze zamkniętej wersji beta gry Gwint: Wiedźmińska Gra Karciana, produkcja jest stopniowo przygotowywana do premiery w 2017 roku (balansowanie rozgrywki, dodawanie nowych funkcjonalności). Pierwsze recenzje dotyczące Gwinta są pozytywne. Spółka opublikowała dobre wyniki za 3Q'16, raportując 36,6 mln PLN zysku netto 3Q'16 (okres o niskiej istotności z punktu widzenia sezonowości). Dobry rezultat został osiągnięty przede wszystkim dzięki rozliczeniu wszystkich kosztów produkcji sprzedawanych gier, co przełożyło się na

81,5% marży brutto na sprzedaży w 3Q'16, która była wyższa o 8,2p.p. R/R. Po uwzględnieniu kosztów związanych z marketingiem gry Gwint: Wiedźmińska Gra Karciana oraz rezerwy na premie dla pracowników, EBIT był na poziomie 44,8 mln PLN (44,5% marży EBIT w 3Q'16). Po 9M'16 wyniki spółki są powyżej naszych całorocznych prognoz oraz powyżej konsensusu rynkowego zebranego przez agencję Bloomberg. W związku z powyższym, w najbliższym czasie dokonana zostanie rewizja naszych prognoz.

Comarch		kupuj									
Analityk: Paweł Bogusz		Cena bieżąca:		172,95 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-16	
		Cena docelowa:		200,00 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 038,4	1 131,6	9,0%	1 165,8	3,0%	1 255,8	7,7%	Liczba akcji (mln)		8,1	
EBITDA	152,9	166,5	8,9%	157,9	-5,2%	180,0	14,0%	MC (cena bieżąca)		1 406,7	
marża EBITDA	14,7%	14,7%		13,5%		14,3%		EV (cena bieżąca)		1 353,6	
EBIT	98,5	113,0	14,7%	93,9	-17,0%	113,4	20,8%	Free float		59,2%	
Zysk netto	68,9	80,3	16,5%	65,2	-18,8%	86,8	33,2%				
P/E	20,4	17,5		21,6		16,2		Zmiana ceny: 1m		10,9%	
P/CE	11,4	10,5		10,9		9,2		Zmiana ceny: 6m		26,1%	
P/BV	2,0	1,8		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m		57,2%	
EV/EBITDA	8,7	8,1		8,6		7,5		Min (52 tyg.)		103,7	
DYield (%)	0,9	0,0		0,0		2,9		Max (52 tyg.)		190,0	

W listopadzie notowania Comarchu uległy 6%-owemu wzrostowi. Widzimy potencjał do dalszego wzrostu. W 3Q'16 miał 77,3% i 15,3% sprzedaży z odpowiednio usług i software'u własnego (vs. 74,4% i 10,8%), co jest dużym osiągnięciem, zwłaszcza że duża część sprzedaży jest generowana w modelu cloud. Comarch widzi większą kontraktację z polskiego sektora publicznego R/R, przez co przychody w sektorze powinny być wyższe R/R. Spółka spodziewa się istotnego wzrostu przychodów w 2017 r. z nowych

produktów SmartCity i SmartAirport, co polepszy rentowność spółki. Wysoka baza przychodowa z telekomunikacji w regionie DACH z 4Q'15 będzie trudna do nadrobienia, jednak Comarch liczy na dynamiczny wzrost przychodów z rozwiązań w formule cloud. Przy braku zadłużenia, niskiej ekspozycji na sektor publiczny w Polsce oraz istotnych spadkach nakładów inwestycyjnych w okresie 2016-18 akcje Comarchu na obecnych poziomach są dla nas niedowartościowane.

Górnictwo i metale

KGHM										zawieszona			
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca:		91,84 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-12-06			
		Cena docelowa:		-									
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)					
Przychody	20 492,0	23 220,4	13,3%					Liczba akcji (mln)		200,0			
EBITDA	5 311,0	5 300,8	-0,2%					MC (cena bieżąca)		18 368,0			
marża EBITDA	25,9%	22,8%						EV (cena bieżąca)		18 368,0			
EBIT	3 676,0	3 403,8	-7,4%					Free float		68,2%			
Zysk netto	2 450,0	2 159,7	-11,9%										
P/E	7,5	8,5						Zmiana ceny: 1m		29,8%			
P/CE	4,5	4,5						Zmiana ceny: 6m		50,1%			
P/BV	0,7	0,7						Zmiana ceny: 12m		45,9%			
EV/EBITDA	4,3	4,8						Min (52 tyg.)		52,3			
DYield (%)	5,4	4,9						Max (52 tyg.)		91,8			

Lepsze dane makro z Chin, strefy euro i USA pozytywnie wpłynęły na ceny metali przemysłowych co w połączeniu ze spekulacyjnymi zakupami funduszy (historycznie największa długa pozycja netto na COMEX) wzniosło cenę miedzi do blisko 6000 USD/t. Po uwzględnieniu osłabienia PLN daje to cenę złotówkową miedzi na poziomie 24,8 tys. PLN za tonę – najwyższy poziom od początku 2013 roku. Takiego scenariusza nie zakładaliśmy w naszej prognozie wyników i negatywnej rekomendacji inwestycyjnej dla akcji spółki. Do czasu aktualizacji prognoz zawieszamy rekomendację dla akcji spółki.

Z prognozy ICSG wynika, że w br. rynek miedzi będzie zbilansowany, a w przyszłym roku należy oczekiwać pierwszej od 9 lat nadwyżki podaży (163 tys. ton). W bieżącym roku produkcja miedzi rafinowanej wzrośnie o 2,2% a w roku przyszłym o 1,7% (głównie w Chinach). Światowy popyt na surowiec ma zwiększyć się o 1,5% w 2016 i o 1% w 2017. Produkcja miedzi „górnictwej” w br. wzrośnie o 4% (Peru, Meksyk) i pozostanie na zbliżonym poziomie w kolejnym roku. Analitycy COBA oczekują, że prognozy ICSG w zakresie podaży metalu są zbyt ostrożne. W listopadzie zapasy miedzi obniżyły się o 62,7 tys. ton do 448,5 tys. ton.

LW Bogdanka									sprzedaj			
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca:		69,49 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-03		
		Cena docelowa:		33,00 PLN								
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)				
Przychody	2 013,6	1 817,9	-9,7%	1 881,7	3,5%	2 033,8	8,1%	Liczba akcji (mln)		34,0		
EBITDA	750,0	590,7	-21,2%	583,5	-1,2%	673,4	15,4%	MC (cena bieżąca)		2 362,7		
marża EBITDA	37,2%	32,5%		31,0%		33,1%		EV (cena bieżąca)		2 865,9		
EBIT	362,3	203,1	-44,0%	190,1	-6,4%	279,5	47,0%	Free float		100,0%		
Zysk netto	272,4	153,2	-43,8%	144,0	-6,0%	219,7	52,5%					
P/E	8,7	15,4		16,4		10,8		Zmiana ceny: 1m		-1,2%		
P/CE	3,6	4,4		4,4		3,9		Zmiana ceny: 6m		83,0%		
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m		78,3%		
EV/EBITDA	4,0	5,0		4,9		4,0		Min (52 tyg.)		30,4		
DYield (%)	8,3	5,0		0,0		5,0		Max (52 tyg.)		72,5		

Zarząd dąży do podpisania umów z odbiorcami na jak największy wolumen produkcji, co należy uznać za pozytyw (m.in. z ENGIE Energia Polska SA do Elektrowni Połaniec, ukraiński TDEK oraz z Enea). W opinii zarządu (a także i naszej) ceny węgla energetycznego na rynkach światowych wzrosły do poziomów nieracjonalnych i należy oczekiwać, że producenci będą szybko zwiększali wydobycie korzystając z koniunktury. Rząd chiński już w październiku nakazał kilkudziesięciu największym kopalniom zwiększenie produkcji (przypominamy, że obecny wzrost cen wynika z wcześniejszych decyzji Chińczyków o ograniczeniu wydobycia). Ceny surowca w głównych portach przeładunkowych zaczęły spadać.

W ujęciu miesięcznym cena węgla energetycznego na rynku azjatyckim (węgiel z australijskiego Newcastle) spadła do 86,8 USD/t, tj. o 24,4% t/t. Ceny węgla na ARA oscylują na poziomie 82,8 USD/t (-4,7% t/t). Na rynku krajowym (po słabym sierpniu/wrześniu) ceny węgla stabilizują się na poziomie z pierwszego półrocza br., przy czym zarząd Bogdanki wyraźnie sugerował, że spółka z opóźnieniem będzie w stanie przełożyć ewentualne wzrosty na ceny kontraktowe. Krajowa produkcja utrzymuje się na zbliżonym poziomie r/r. Po trzech kwartałach sprzedaż węgla do energetyki zawodowej rośnie o 5,8% r/r, co umożliwi spadek zapasów w kopalniach. Zwracamy jednak uwagę, że produkcja energii w elektrowniach zawodowych na węglu kamiennym obniżyła się o 1,6% r/r.

Przemysł

Elemental		kupuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		3,63 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-06-13	
		Cena docelowa:		4,60 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	772,3	926,2	19,9%	928,2	0,2%	987,6	6,4%	Liczba akcji (mln)	170,5
EBITDA	39,2	62,2	58,7%	66,4	6,7%	79,7	20,1%	MC (cena bieżąca)	618,8
marża EBITDA	5,1%	6,7%		7,2%		8,1%		EV (cena bieżąca)	691,9
EBIT	32,9	54,1	64,6%	58,0	7,3%	70,8	22,0%	Free float	51,6%
Zysk netto	31,1	45,5	46,3%	48,7	6,9%	59,4	21,9%		
P/E	18,5	13,6		12,7		10,4		Zmiana ceny: 1m	-1,9%
P/CE	15,4	11,5		10,8		9,1		Zmiana ceny: 6m	3,1%
P/BV	2,1	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	-14,0%
EV/EBITDA	15,4	11,4		10,4		8,1		Min (52 tyg.)	3,4
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	4,3

Po rezygnacji z przejęcia aktywów Gorenje Surovina, Elemental ma obecnie 100-150 mln PLN wolnych środków na akwizycję małych i średnich podmiotów z branży nadrukowanych płytek elektronicznych (PCB) oraz katalizatorów samochodowych (SAC). Oczekujemy, że spółka już w ciągu najbliższego kwartału poinformuje o kolejnych przejęciach, które według zapowiedzi Zarządu mają być realizowane po wskaźnikach EV/EBITDA 6,5-8x. Najbardziej prawdopodobne są akwizycje podmiotów PCB i SAC w

Polsce, Skandynawii oraz Wielkiej Brytanii. Zarząd Elemental Holding jest zainteresowany przejęciami podmiotów, które mają wiodącą pozycję w swoich krajach. W szczególności spółkami, które potrzebują dodatkowych nakładów na kapitał obrotowy w celu zdyktowania dalszego rozwoju oraz podmiotów zmagających się z barierami technologicznymi niepozwalającymi na osiągnięcie wyższych marży. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Grupy Elemental.

Famur										zawieszona									
Analitik: Jakub Szkopek				Cena bieżąca:		4,28 PLN				Data ostatniej aktualizacji:				2016-11-30					
				Cena docelowa:		-													
(mln PLN)		2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)										
Przychody		1 176,4	708,8	-39,8%					Liczba akcji (mln)				481,5						
EBITDA		384,7	275,9	-28,3%					MC (cena bieżąca)				2 060,8						
marża EBITDA		32,7%	38,9%						EV (cena bieżąca)				2 060,8						
EBIT		224,6	121,9	-45,7%					Free float				13,6%						
Zysk netto		207,6	100,3	-51,7%															
P/E		9,9	20,6						Zmiana ceny: 1m				-0,7%						
P/CE		5,6	8,1						Zmiana ceny: 6m				67,8%						
P/BV		2,8	2,6						Zmiana ceny: 12m				174,4%						
EV/EBITDA		5,0	7,6						Min (52 tyg.)				1,4						
DYield (%)		0,0	19,6						Max (52 tyg.)				4,6						

W 1-3Q'16 Grupa Famur przedstawiła wyniki finansowe, które były znacznie wyższe niż zakładaliśmy na początku roku (nasza całoroczna prognoza przychodów po 1-3Q'16 była wykonana w 96%, EBITDA 86%, wynik netto 136%). Spółce w tym okresie sprzyjało ograniczenie konkurencji ze strony Grupy Kopex, która zmagająca się z ograniczeniem płynności ze strony banków kredytujących. W związku z koniecznością podwyższenia całorocznych szacunków wyników na 2016 rok i kolejne lata w

kocówce listopada zawiesiliśmy naszą rekomendację dla Grupy Famur. Nasze nowe prognozy uwzględniać będą potencjalne synergie kosztowe (wstępnie 70-80 mln PLN) oraz przychodowe (mniejsza konkurencja) płynące ze wzmocnienia współpracy operacyjnej obydwu podmiotów. Oczekujemy, że dalsza restrukturyzacja przyczyni się do budowy w długim terminie silnego podmiotu na górnictwym zapleczu na rynku polskim, z dobrymi fundamentami do zagranicznej ekspansji w innych lokalizacjach.

Kernel
akumuluj

Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		65,80 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-11-15	
		Cena docelowa:		64,60 PLN							
(mln USD)	2013/14	2014/15	zmiana	2015/16P	zmiana	2016/17P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	2 393,3	2 329,5	-2,7%	1 988,5	-14,6%	2 404,4	20,9%	Liczba akcji (mln)		79,7	
EBITDA	223,0	396,6	77,8%	347,2	-12,4%	373,9	7,7%	MC (cena bieżąca)		5 243,2	
marża EBITDA	9,3%	17,0%		17,5%		15,5%		EV (cena bieżąca)		5 526,3	
EBIT	128,7	328,3	155,0%	287,2	-12,5%	308,1	7,3%	Free float		59,8%	
Zysk netto	-98,3	106,9		225,2	110,6%	249,6	10,8%				
P/E		11,7		5,6		5,0		Zmiana ceny: 1m		9,8%	
P/CE		7,2		4,4		4,0		Zmiana ceny: 6m		21,9%	
P/BV	1,2	1,4		1,3		1,0		Zmiana ceny: 12m		52,5%	
EV/EBITDA	6,4	3,4		3,8		3,5		Min (52 tyg.)		41,0	
DYield (%)	0,0	1,6		1,6		1,6		Max (52 tyg.)		65,8	

Wyższe o 12% r/r plony zbóż w Grupie Kernel w 2016 roku naszym zdaniem pozwolą w sezonie 2016/17 na utrzymanie wysokich wyników w segmencie produkcji rolnej (150 mln USD EBITDA). Dodatkowo, wyższe o 17,2% r/r zbiory słonecznika, przy nowych mocach produkcyjnych jakie włączono w ubiegłym roku, przełożą się na stabilizację marży na tłoczeniu słonecznika przy wyższych wolumenach produkcji. Zakładamy, że w efekcie wzrostu przerobu słonecznika w Grupie Kernel o 8% r/r i przejściu tłoczni od Creative Group (550 tys. ton ziarna rocznie) w sezonie 2016/17 EBITDA segmentu produkcji oleju luzem butelkowanego wzrośnie o 30% r/r. Kernel kończy

2015/16 rok z zadłużeniem netto do EBITDA na poziomie 0,8x, co pozwala mu na dalszą konsolidację rynku produkcji oleju na Ukrainie oraz rozbudowę potencjału eksportowego i produkcyjnego zbóż. Alternatywnie, spółka w perspektywie dwóch kolejnych lat jest w stanie zwiększyć wielkość wypłacanej dywidendy, w wyniku czego według naszych prognoz DYield wzrośnie powyżej 7%. Szacujemy, że wskaźnik FCF/EBITDA Grupy Kernel w najbliższych dwóch latach utrzymywać się będzie na poziomie 13-18%. Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj.

Kęty
trzymaj

Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 376,20 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2016-07-01
		Cena docelowa: 291,10 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 819,6	2 027,1	11,4%	2 171,1	7,1%	2 262,2	4,2%	Liczba akcji (mln)	9,5
EBITDA	309,3	336,2	8,7%	375,6	11,7%	394,8	5,1%	MC (cena bieżąca)	3 556,5
marża EBITDA	17,0%	16,6%		17,3%		17,5%		EV (cena bieżąca)	3 958,7
EBIT	224,6	244,4	8,8%	264,9	8,4%	277,0	4,6%	Free float	44,6%
Zysk netto	169,0	209,8	24,1%	251,0	19,6%	207,4	-17,4%		
P/E	20,9	16,9		14,2		17,1		Zmiana ceny: 1m	-0,5%
P/CE	13,9	11,8		9,8		10,9		Zmiana ceny: 6m	15,8%
P/BV	2,9	2,8		2,6		2,5		Zmiana ceny: 12m	32,2%
EV/EBITDA	12,0	11,3		10,5		10,1		Min (52 tyg.)	266,4
DYield (%)	2,7	3,8		3,5		3,7		Max (52 tyg.)	402,9

Wyniki Grupy Kęty w 3Q'16 okazały się zgodne z wcześniej opublikowaną prognozą Zarządu. Spółka przy okazji publikacji szacunków podniosła całoroczną prognozę przychodów do 2 255 mln PLN (o 5%), EBITDA do 397 mln PLN (o 10%) oraz zysku netto do 279 mln PLN (o 14%). Wcześniej zakładaliśmy, że rosnące w PLN ceny zakupowe aluminium oraz wysoka baza rezultatów nie pozwoli Spółce na przekroczenie całorocznej prognozy rezultatów. Naszym zdaniem obecnie rynek oczekuje na aktualizację celów strategii, jakie Spółka prawdopodobnie przedstawi wraz z publikacją prognozy na 2017 rok. Ryzykiem dla wyników 2017 roku jest oczekiwane rozpoczęcie pracy

nowego zakładu w segmencie opakowań giętkich. Według Zarządu oczekiwane niskie obłożenie w pierwszym roku działalności skutkować będzie stratą na poziomie EBITDA nowej linii produkcyjnej. Zarząd przy okazji publikacji wyników za 3Q'16 po raz pierwszy od dłuższego czasu wyraził chęć przeprowadzenia akwizycji oraz budowy kolejnej, czwartej linii biznesowej. Duża akwizycja może naszym zdaniem być zagrożeniem dla realizowanej polityki dywidendowej w przyszłości. Wkrótce przedstawimy aktualizację naszych prognoz. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla akcji Grupy Kęty.

UNIWHEELS

akumuluj

Analityk: Jakub Szkopek

Cena bieżąca: 208,05 PLN

Cena docelowa: 224,20 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-10-19

(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	362,6	436,5	20,4%	451,8	3,5%	521,0	15,3%	Liczba akcji (mln)	12,5
EBITDA	46,8	58,7	25,3%	67,6	15,3%	82,3	21,7%	MC (cena bieżąca)	2 596,5
marża EBITDA	12,9%	13,4%		15,0%		15,8%		EV (cena bieżąca)	2 777,4
EBIT	32,6	43,9	34,5%	48,2	9,7%	61,3	27,2%	Free float	38,7%
Zysk netto	22,8	40,7	78,7%	46,5	14,4%	59,4	27,7%		
P/E	20,3	14,2		12,4		9,7		Zmiana ceny: 1m	3,3%
P/CE	12,5	10,4		8,7		7,2		Zmiana ceny: 6m	44,5%
P/BV	5,5	2,9		2,4		2,2		Zmiana ceny: 12m	73,4%
EV/EBITDA	11,8	10,0		9,1		7,3		Min (52 tyg.)	113,2
DYield (%)	0,0	1,7		3,6		4,1		Max (52 tyg.)	224,4

UNIWHEELS w swojej nowej strategii na lata 2016-2022 zakłada wzrost mocy produkcyjnych do poziomu około 14 mln sztuk rocznie. Szacujemy, że koszt budowy zakładu w nowej lokalizacji wyniesie około 100 mln EUR (+16% vs. budżet zakładu numer 3 w Stalowej Woli), a jego moce produkcyjne sięgną 2,0 mln felg w skali roku. W efekcie Uniwheels po obłożeniu obecnie rozbudowanych mocy produkcyjnych będzie mógł w dalszym ciągu kontynuować wzrost wolumenu sprzedaży i wyników finansowych po 2019 roku. Według naszych estymacji,

mimo oczekiwanych nakładów inwestycyjnych przepływ gotówki z działalności operacyjnej w kolejnych latach powinien przewyższać wielkość nakładów inwestycyjnych, co w efekcie będzie się przekładać na pozytywne wolne przepływy gotówki i utrzymanie bieżącej polityki dywidendowej (50% wyniku netto na dywidendę). W krótkim terminie na sentymencie do akcji może ciężać możliwa podaż od głównego właściciela. Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla Grupy UNIWHEELS.

Vistal

trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek

Cena bieżąca: 8,60 PLN

Cena docelowa: 9,90 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-11-25

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	322,4	410,3	27,3%	446,9	8,9%	485,9	8,7%	Liczba akcji (mln)	14,2
EBITDA	44,7	45,1	0,9%	39,6	-12,1%	41,3	4,2%	MC (cena bieżąca)	122,2
marża EBITDA	13,9%	11,0%		8,9%		8,5%		EV (cena bieżąca)	385,9
EBIT	27,1	28,0	3,1%	23,5	-15,9%	25,5	8,4%	Free float	29,6%
Zysk netto	12,3	14,2	15,8%	12,6	-11,7%	12,7	0,8%		
P/E	9,9	8,6		9,7		9,6		Zmiana ceny: 1m	-16,7%
P/CE	4,1	3,9		4,3		4,3		Zmiana ceny: 6m	-11,2%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-15,7%
EV/EBITDA	6,8	7,2		9,7		9,4		Min (52 tyg.)	7,9
DYield (%)	0,0	3,5		2,9		0,0		Max (52 tyg.)	10,7

Mimo rekordowego portfela zamówień Grupy Vistal (462 mln PLN na koniec 3Q'16) naszym zdaniem rentowność EBITDA Spółki spadnie w 2017 roku, co przełoży się na jedynie 4% r/r wzrost EBITDA i jedynie 1% r/r wzrost wyniku netto. Spadek rentowności wynika z większej ilości wykonywanych zleceń w ramach niższej marżowo infrastruktury i budownictwa kosztem bardziej rentownego Marine&Offshore. Według naszych prognoz w 2016 i 2017 roku dług netto w relacji do EBITDA będzie utrzymywał się na

poziomie powyżej 6,0x. Według naszych kalkulacji Spółka na koniec 2016 roku może napotkać trudności ze spełnieniem kowenantu na umowie kredytowej z ING Bank Śląski (5,0x Dług netto / EBITDA; 55 mln PLN), co może skutkować dodatkowymi kosztami finansowymi (waiver). Według nas wysokie, utrzymujące się zadłużenie nie pozwoli również Zarządowi na wypłatę dywidendy z zysku za 2016 rok. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Vistal.

Budownictwo

Budimex		akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		203,85 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-10-05	
		Cena docelowa:		225,60 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	4 949,9	5 134,0	3,7%	5 625,1	9,6%	6 424,2	14,2%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	270,3	314,6	16,4%	415,0	31,9%	461,7	11,3%	MC (cena bieżąca)	5 204,3
marża EBITDA	5,5%	6,1%		7,4%		7,2%		EV (cena bieżąca)	2 878,2
EBIT	247,3	292,2	18,2%	391,4	34,0%	438,6	12,1%	Free float	34,2%
Zysk netto	192,0	235,8	22,9%	320,3	35,8%	366,3	14,3%		
P/E	27,1	22,1		16,2		14,2		Zmiana ceny: 1m	4,6%
P/CE	24,2	20,2		15,1		13,4		Zmiana ceny: 6m	8,1%
P/BV	10,0	8,7		7,3		6,9		Zmiana ceny: 12m	0,4%
EV/EBITDA	12,7	9,1		6,9		6,4		Min (52 tyg.)	168,1
DYield (%)	5,8	3,0		4,0		6,2		Max (52 tyg.)	218,0

Listopad był w tym roku jednym z najbardziej udanych miesięcy dla Budimeksu pod względem nowych zamówień. Łącznie w komunikatach spółki i mediach pojawiły się informacje o nowych zleceniach na 1,37 mld PLN, przy czym 0,75 mld PLN dotyczyło wyboru ofert w przetargach o których usłyszeliśmy po raz pierwszy, a 0,62 mld PLN finalizacji zleceń gdzie już wcześniej złożono najkorzystniejszą ofertę. Interesującą wygląda kontraktacja Budimeksu w segmencie drogowym. Przypominamy, że ostatnie duże otwarcia ofert w przetargach organizowanych przez GDDKiA miały miejsce w grudniu ubiegłego roku. Na przełomie 2016 i 2017 r. GDDKiA powinna wznowić aktywność po rocznej przerwie. W obliczu niskiej aktywności GDDKiA, Budimex przekierował swoją

uwagę na rynek drogowych przetargów miejskich i wojewódzkich, gdzie wartość pozyskanych przez spółkę zamówień mocno przekroczyła w tym roku 1 mld PLN. Spodziewamy się, że Budimex utrzyma na koniec 2016 r. portfel zamówień na poziomie około 9 mld PLN i widzimy perspektywę jego dalszego wzrostu w przyszłym roku w związku z (1) wznowieniem procesu przetargowego przez GDDKiA, (2) wzrostem liczby przetargów w PKP PLK, (3) utrzymaniem wysokiej aktywności w budownictwie kubaturowym. Bieżąca koniunktura w budownictwie powinna pozostać słaba w ciągu kilku najbliższych kwartałów, co sprzyja realizacji naszych prognoz (niskie koszty materiałów i podwykonawstwa). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Elektrobudowa		kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		94,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2015-12-03	
		Cena docelowa:		166,50 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 108,3	1 242,8	12,1%	1 052,3	-15,3%	1 043,7	-0,8%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	49,3	77,7	57,7%	86,4	11,2%	87,9	1,8%	MC (cena bieżąca)	446,3
marża EBITDA	4,4%	6,3%		8,2%		8,4%		EV (cena bieżąca)	392,2
EBIT	35,7	63,1	76,6%	72,8	15,4%	73,9	1,5%	Free float	43,5%
Zysk netto	27,3	50,2	83,6%	55,1	9,9%	56,8	3,0%		
P/E	16,3	8,9		8,1		7,9		Zmiana ceny: 1m	-3,6%
P/CE	10,9	6,9		6,5		6,3		Zmiana ceny: 6m	-3,1%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-29,7%
EV/EBITDA	9,9	5,0		4,5		4,1		Min (52 tyg.)	87,0
DYield (%)	2,1	0,0		4,3		7,4		Max (52 tyg.)	136,0

W listopadzie kurs Elektrobudowy zbliżył się do poziomu ok. 90 PLN, wyznaczającego tegoroczny dołek z czerwca. Słabe zachowanie kursu Elektrobudowy jest dla nas negatywnym zaskoczeniem, gdyż miniony miesiąc przyniósł kilka pozytywnych informacji: (1) przekroczenie konsensusu analityków o 8% na EBITDA oraz 18% na ZN w wynikach 3Q'16, (2) ugoda w sporze z NCS, (3) ugoda z ZUE dotycząca kontraktu w Poznaniu. Zawarte w listopadzie ugody wpłyną pozytywnie na cash flow Elektrobudowy w kwocie 32 mln PLN oraz na zysk spółki w kwocie 6 mln PLN.

Rozliczenie nastąpi prawdopodobnie w wynikach 4Q'16. Kwestią wciąż nierozwiązaną pozostają wysokie zatrzymane kwoty należne na kontraktach realizowanych dla PSE. Uważamy jednak, że rynek zbyt silnie dyskontuje ryzyko z tym związane. Jednocześnie nie zostały dostrzeżone wysokie kwoty rezerw na koszty napraw gwarancyjnych, świadczące o konserwatywnej księgowości (35 mln PLN wzrostu salda rezerw w samym 3Q'16). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Erbud kupuj								
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 27,00 PLN		Cena docelowa: 36,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-03		
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	1 693,8	1 763,3	4,1%	1 620,5	-8,1%	1 761,2	8,7%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	52,7	62,1	17,9%	66,3	6,8%	71,2	7,3%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	3,1%	3,5%		4,1%		4,0%		EV (cena bieżąca)
EBIT	43,8	51,5	17,7%	55,3	7,3%	59,9	8,3%	Free float
Zysk netto	27,2	27,8	2,5%	35,6	27,8%	39,2	10,0%	
P/E	12,7	12,4		9,7		8,8		Zmiana ceny: 1m
P/CE	9,6	9,0		7,4		6,8		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	5,0	4,5		4,7		4,4		Min (52 tyg.)
DYield (%)	2,7	1,9		4,4		5,2		Max (52 tyg.)

Informacje płynące z Erbudu w listopadzie były mieszane. Same wyniki za 3Q'16 oceniamy lekko negatywnie. Wprawdzie spółka zrealizowała konsensus na poziomie ZN, jednak struktura wyników była rozczarowująca. Uważamy jednocześnie, że Erbud jest w stanie zrealizować naszą prognozę ZN'16 równą 36 mln PLN, po oczyszczeniu wyników o stratę na sprzedaży Budleku (-33 mln PLN). Szacowana przez nas pozycja gotówkowa netto na poziomie +50 mln PLN na koniec XII'16 również jest realnym celem, biorąc pod uwagę rozliczenie transakcji sprzedaży Budleku w 4Q'16. Wzrost portfela zamówień o 63% r/r oraz 82% q/q przewyższa nasze oczekiwania i znacznie przybliży spółkę do realizacji

naszej przyszłorocznej prognozy ZN, wynoszącej 39 mln PLN (P/E~9x). W listopadzie Zarząd zarekomendował wypłatę „nadzwyczajnej” dywidendy w kwocie 1,17 PLN na akcję. Dywidenda implikuje DYield równy 4,3%. Spodziewamy się, że będzie to jedyna dywidenda wypłacona w 2017 r. (wypłacona w nadzwyczajnym trybie w związku z potrzebą obejścia braku zdolności dywidendowej – zakumulowane straty z lat ubiegłych). Propozycja zarządu jest niższa od naszych szacunków o 20%, stąd stanowi dla nas pewne rozczarowanie. Podsumowując, o ile same wyniki oraz zadeklarowana dywidenda lekko rozczarowują, to już perspektywy na przyszły rok wyglądają obiecująco. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Unibep kupuj								
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 10,00 PLN		Cena docelowa: 12,10 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-12-06		
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	1 079,7	1 242,9	15,1%	1 398,3	12,5%	1 496,9	7,1%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	32,1	31,3	-2,2%	51,6	64,5%	60,7	17,7%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	3,0%	2,5%		3,7%		4,1%		EV (cena bieżąca)
EBIT	25,1	23,5	-6,6%	43,6	85,6%	52,6	20,7%	Free float
Zysk netto	19,8	23,6	19,1%	33,3	41,5%	41,5	24,4%	
P/E	17,7	14,9		10,5		8,5		Zmiana ceny: 1m
P/CE	13,1	11,2		8,5		7,1		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,8	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	9,2	9,6		6,5		5,4		Min (52 tyg.)
DYield (%)	1,2	1,5		1,7		3,0		Max (52 tyg.)

Słabe zachowanie kursu akcji Unibepu w dwóch minionych miesiącach jest według nas okazją do kupna. Same wyniki Unibepu w 3Q'16 oceniamy neutralnie. Po 9M'16 spółka w 66% realizuje naszą całoroczną prognozę ZN, wynoszącą 33 mln PLN - wynik w zasięgu Unibepu zakładając utrzymanie solidnej rentowności obserwowanej w 9M'16. Portfel zamówień na 2017 r. (1,2 mld PLN) w około 85%

wypełnia nasze prognozy przychodów i utwierdza nas w przekonaniu, że Unibep jest w stanie wyraźnie poprawić wyniki finansowe w przyszłym roku. Niska ekspozycja na sektor publiczny przy jednoczesnej mocnej pozycji na sektor budownictwa mieszkaniowego w Polsce i Norwegii jest według nas zaletą. Po spadku kursu w listopadzie podnosimy naszą rekomendację z akumuluj do kupuj.

Deweloperzy

Capital Park trzymaj								
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 6,30 PLN		Cena docelowa: 6,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-06		
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	54,8	72,4	32,0%	124,5	71,9%	138,1	11,0%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	-34,8	95,7		60,2	-37,1%	104,8	74,0%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	-63,4%	132,2%		48,4%		75,9%		EV (cena bieżąca)
EBIT	-35,2	95,3		59,8	-37,2%	104,4	74,5%	Free float
Zysk netto	-61,5	44,0		14,1	-68,0%	43,1	206,6%	
P/E		15,1		48,1		15,7		Zmiana ceny: 1m
P/CE		14,9		46,8		15,6		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA		17,6		30,8		20,1		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

Po 9M'16 Capital Park zrealizował naszą prognozę oczyszczonego EBIT w 62%, a prognozę FFO w 53% i w perspektywie całego 2016 r. zapewne nie nadrobi zaległości z pierwszych 9 miesięcy roku. Jednocześnie, konserwatywnie szacowana przez nas na 2016 r. rewaluacja nieruchomości (-21 mln PLN) powinna pozytywnie zaskoczyć, stąd widzimy szansę na przekroczenie naszej prognozy ZN'16=14,1 mln PLN. Wyniki finansowe Capital Park, choć stopniowo coraz lepsze, wciąż wyglądają przeciętnie na tle sektora.

Trend poprawy wyników powinien być również widoczny w 2017 r. w związku z poprawą obłożenia w pracujących budynkach oraz ich refinansowaniem. Uważamy jednak uważamy, że dopiero rozpoczęcie budowy Art Norblin i (lub) sprzedaż któregoś z dużych obiektów powyżej wartości księgowej może być katalizatorem wzrostu kursu spółki. Oba zdarzenia są prawdopodobne w przyszłym roku, który powinien być dla spółki znacznie ciekawszym okresem niż mijający 2016 r. Rekomendujemy trzymanie akcji Capital Park.

Dom Development kupuj								
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 57,80 PLN		Cena docelowa: 69,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-05-30		
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	784,3	904,2	15,3%	1 116,4	23,5%	1 150,5	3,0%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	72,7	105,0	44,5%	160,5	52,8%	191,6	19,4%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	9,3%	11,6%		14,4%		16,7%		EV (cena bieżąca)
EBIT	69,4	100,6	44,9%	155,5	54,6%	186,6	20,0%	Free float
Zysk netto	55,7	80,7	45,0%	125,9	56,0%	150,3	19,3%	
P/E	25,7	17,7		11,4		9,5		Zmiana ceny: 1m
P/CE	24,3	16,8		10,9		9,2		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,7	1,6		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	20,3	15,0		9,2		7,7		Min (52 tyg.)
DYield (%)	3,8	3,9		5,6		8,8		Max (52 tyg.)

Brak nowych informacji ze spółki nie sprzyjał kursowi Dom Development, który w listopadzie zachowywał się słabo. W ostatnim kwartale roku nie zakładalibyśmy negatywnych niespodzianek mimo że spółka ma do rozliczenia ponad 1100 mieszkań. Tegoroczne inwestycje spółki kończą się najpóźniej w listopadzie, co minimalizuje ryzyko opóźnień w przekazaniach. Uważamy, że nasza prognoza na 2017 r. (ZN=150 mln PLN, P/E=9,5x, DYield=8,8%) jest bezpieczna,

natomiast prognoza na 2018 r. (ZN=161 mln PLN, P/E=8,9x, DYield=10,5%) ma szansę być przekroczona. W oparciu o bieżący bank ziemi Dom Development jest w stanie (przy stabilnym rynku mieszkaniowym) zakończyć budowę niemal 3400 lokali w 2018 r. W powyższym scenariuszu założone przez nas 2800 przekazania w 2018 r. można uznać za konserwatywną liczbę. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Echo Investment **trzymaj**

Analitik: Piotr Zybala Cena bieżąca: 5,96 PLN Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-06
 Cena docelowa: 2,73 PLN

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	577,4	586,1	1,5%	778,7	32,9%	845,5	8,6%	Liczba akcji (mln)	412,7
EBITDA	667,2	915,6	37,2%	366,3	-60,0%	475,9	29,9%	MC (cena bieżąca)	2 459,6
marża EBITDA	115,6%	156,2%		47,0%		56,3%		EV (cena bieżąca)	5 986,9
EBIT	662,2	911,1	37,6%	360,9	-60,4%	470,5	30,4%	Free float	36,8%
Zysk netto	405,1	514,1	26,9%	222,8	-56,7%	240,0	7,7%		
P/E	6,1	4,8		11,0		10,2		Zmiana ceny: 1m	14,6%
P/CE	6,0	4,7		10,8		10,0		Zmiana ceny: 6m	-25,5%
P/BV	0,8	0,7		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-14,9%
EV/EBITDA	7,7	6,2		16,3		13,6		Min (52 tyg.)	4,0
DYield (%)	0,0	0,0		88,4		0,0		Max (52 tyg.)	8,0

W minionym miesiącu zarząd Echo zaprezentował bardzo dobre wyniki finansowe, rekomendując jednocześnie wysoką dywidendę zaliczkową w wysokości 0,85 PLN (DYield=14%) oraz potężne inwestycje w nowe grunty (nawet 900 mln PLN w perspektywie najbliższych 12 miesięcy). Skala zapowiadanych inwestycji w grunty wydaje się pewnym zaskoczeniem, biorąc pod uwagę silną konkurencję o ziemię między deweloperami. Wartość planowanych zakupów wskazuje, że znaczna część gruntów powinna być kupiona w Warszawie dla projektów ze średniej i wyższej półki. Uważamy, że spółkę stać na powyższe zakupy, tym bardziej że nie

wszystkie grunty mają być w całości opłacone w momencie nabycia. Do końca przyszłego roku Echo powinno sfinalizować sprzedaż 8 biurów o łącznej wartości ponad 1,5 mld PLN, co będzie źródłem gotówki na akwizycje i wypłatę dywidendy w 2017 r. (z racji ambitnych planów zakupowych nie spodziewamy się jej istotnego podniesienia powyżej poziomu dywidendy zaliczkowej: 0,85 PLN/akcję). Uważamy, że posiadany przez spółkę portfel gruntów pozwoli na utrzymanie wysokiej aktywności inwestycyjnej i dobrych wyników finansowych w trakcie 2017 r. Zalecamy trzymanie akcji Echo Investment.

GTC **trzymaj**

Analitik: Piotr Zybala Cena bieżąca: 8,17 PLN Data ostatniej aktualizacji: 2016-10-05
 Cena docelowa: 8,20 PLN

(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	124,3	117,4	-5,5%	121,4	3,4%	136,5	12,5%	Liczba akcji (mln)	460,2
EBITDA	-123,8	92,2		116,6	26,5%	230,2	97,4%	MC (cena bieżąca)	3 760,0
marża EBITDA	-99,6%	78,5%		96,0%		168,6%		EV (cena bieżąca)	7 095,2
EBIT	-124,3	91,7		116,1	26,6%	229,7	97,8%	Free float	58,8%
Zysk netto	-183,8	45,2		77,6	71,8%	173,2	123,1%		
P/E		18,5		10,8		4,8		Zmiana ceny: 1m	2,6%
P/CE		18,3		10,7		4,8		Zmiana ceny: 6m	22,1%
P/BV	1,3	1,3		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m	12,5%
EV/EBITDA		14,8		13,5		7,4		Min (52 tyg.)	6,4
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	8,5

Wyniki GTC za 3Q'16 oceniamy neutralnie. Zaskoczenie względem konsensusu oraz naszych prognoz nie było znaczące i dotyczyło głównie pozycji rewaluacji. Po 9M'16 nasza prognoza NOI oraz oczyszczonego EBIT jest zrealizowana w 74-74% i w perspektywie całego roku może być minimalnie przekroczona. Wyniki spółki są w wyraźnym trendzie wzrostowym i w naszej ocenie szybko z tego trendu nie wyjdą. GTC posiada w

budowie obiekty o powierzchni 106 tys. m² GLA (około 20% obecnego portfela ukończonych nieruchomości). Projekty na kolejne 160 tys. m² znajdują się na etapie planowania i mogłyby ruszyć w przyszłym roku. Nie liczylibyśmy na szybkie uzyskanie pozwolenia na budowę Galerii Wilanów. Uważamy jednak, że obecna wycena rynkowa spółki broni się bez powyższego projektu. Rekomendujemy trzymanie akcji GTC.

Robyg

kupuj

Analitik: Piotr Zybala

Cena bieżąca: 2,98 PLN

Cena docelowa: 3,89 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-10-28

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	409,3	480,4	17,4%	535,2	11,4%	463,5	-13,4%	Liczba akcji (mln)	263,1
EBITDA	61,8	60,8	-1,7%	115,0	89,1%	114,6	-0,3%	MC (cena bieżąca)	784,0
marża EBITDA	15,1%	12,7%		21,5%		24,7%		EV (cena bieżąca)	1 195,8
EBIT	60,5	59,0	-2,3%	112,7	90,9%	112,4	-0,3%	Free float	16,5%
Zysk netto	42,3	79,7	88,5%	94,4	18,4%	90,9	-3,7%		
P/E	18,5	9,8		8,3		8,6		Zmiana ceny: 1m	2,4%
P/CE	17,9	9,6		8,1		8,4		Zmiana ceny: 6m	-3,2%
P/BV	1,7	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	14,2%
EV/EBITDA	15,5	16,9		10,4		10,0		Min (52 tyg.)	2,6
DYield (%)	2,7	3,7		6,7		7,7		Max (52 tyg.)	3,2

Wyniki Robyga były jedną z większych pozytywnych niespodzianek w sektorze deweloperskim. Zysk netto spółki przekroczył naszą prognozę o 71%, a rynkowy konsensus o 49%. Zaskoczenie tylko częściowo wynikało ze zdarzeń jednorazowych. Nie wykluczone, że nasz model wyceny spółki zawiera zbyt konserwatywne założenia odnośnie cen mieszkań i marż również na innych projektach (nie rozliczanych w wynikach 3Q). Wyniki 4Q'16 dadzą nam częściową

odповідź na to pytanie, gdyż spółka powinna wtedy rozliczyć ponad 1100 lokali i zaprezentować rekordowy kwartalny wynik finansowy. Wysoka stopa dywidendy (7,7%), największy bank ziemi w branży oraz najwyższa płynność obrotu wśród deweloperów mieszkaniowych sprawiają, że Robyg jest jedną z najciekawszych propozycji inwestycyjnych w sektorze. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Handel

AmRest		redukuj										
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		285,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-09-16		
		Cena docelowa:		236,00 PLN								
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)				
Przychody	2 952,7	3 338,7	13,1%	4 196,3	25,7%	5 158,8	22,9%	Liczba akcji (mln)		21,2		
EBITDA	316,0	419,6	32,8%	526,6	25,5%	635,3	20,6%	MC (cena bieżąca)		6 046,0		
marża EBITDA	10,7%	12,6%		12,5%		12,3%		EV (cena bieżąca)		7 179,8		
EBIT	109,9	195,7	78,1%	254,6	30,1%	298,1	17,1%	Free float		36,4%		
Zysk netto	51,7	160,0	209,7%	174,8	9,2%	204,5	17,0%					
P/E	117,0	37,8		34,6		29,6		Zmiana ceny: 1m		19,8%		
P/CE	23,5	15,7		13,5		11,2		Zmiana ceny: 6m		24,5%		
P/BV	6,6	5,9		4,7		4,1		Zmiana ceny: 12m		45,4%		
EV/EBITDA	22,1	16,5		13,6		11,2		Min (52 tyg.)		165,4		
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,5		Max (52 tyg.)		285,0		

Spółka zaraportowała bardzo dobry zestaw wyników za 3Q'16, osiągając rekordowo wysoki wynik EBITDA na poziomie 160,6 mln PLN (+30,4% R/R). Poprawa rezultatów jest efektem zwiększenia efektywności sprzedaży na większości rynków (sprzedaż/restaurację wzrosła o 5,5% R/R do 1 047 tys. PLN) oraz wzrostu rentowności na podstawowych rynkach, które częściowo stłumiły negatywny wpływ konsolidacji biznesu niemieckiego na rentowność spółki. Warto podkreślić, że pomimo konsolidacji niemieckich kawiarni Starbucks (o znacznie niższej rentowności niż średnia dla Grupy AmRest), marża

EBIT spółki wyniosła 7,9% w 3Q'16 (jest to zbliżony poziom R/R). Spółka poprawiła rentowność na poziomie EBITDA na rynku polskim o 0,3p.p. do 14% (skompensowanie presji na koszty wynagrodzeń przez zwiększenie efektywności sprzedaży). 30 listopada 2016 r. spółka ogłosiła transakcję przejęcia 15 restauracji KFC na rynku niemieckim, co wpisuje się w komunikowane wcześniej plany strategiczne spółki. Opublikowanie bardzo dobrych wyników kwartalnych oraz aktywność na rynku M&A mogą stanowić podstawę do rewizji naszych oczekiwań na kolejne okresy.

CCC		trzymaj							
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		195,95 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2016-08-03
		Cena docelowa:		181,00 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 009,1	2 307,0	14,8%	3 214,9	39,4%	4 095,7	27,4%	Liczba akcji (mln)	39,2
EBITDA	295,9	323,6	9,3%	461,2	42,5%	610,0	32,3%	MC (cena bieżąca)	7 675,0
marża EBITDA	14,7%	14,0%		14,3%		14,9%		EV (cena bieżąca)	8 724,0
EBIT	243,2	256,7	5,5%	387,5	51,0%	523,1	35,0%	Free float	58,1%
Zysk netto	213,9	245,1	14,6%	269,9	10,1%	366,9	35,9%		
P/E	35,2	30,7		28,4		20,9		Zmiana ceny: 1m	4,3%
P/CE	28,2	24,1		22,3		16,9		Zmiana ceny: 6m	11,4%
P/BV	7,9	6,7		5,9		4,7		Zmiana ceny: 12m	35,1%
EV/EBITDA	26,8	24,4		18,9		14,4		Min (52 tyg.)	109,0
DYield (%)	0,8	1,5		1,1		0,8		Max (52 tyg.)	199,1

Spółka zaraportowała bardzo dobre wyniki sprzedażowe za XI'16, odnotowując poprawę sprzedaży o 52,8% R/R do 334 mln PLN. Sprzedaż we własnej sieci odnotowała wzrost o 38,5% R/R do 286 mln PLN, co jest tempem znacznie powyżej ekspansji powierzchni sprzedażowej i implikuje dodatnią dynamikę sprzedaży porównywalnej R/R. Dobry wynik sprzedażowy był wspierany przez efekt niskiej bazy (+6,7% R/R w XI'15) oraz sprzyjające warunki pogodowe. W miesiącach I-XI'16 spółka wypracowała 37% R/R wzrostu sprzedaży, co jest zbliżone do dynamiki 40% R/R zapowiadanej przez zarząd CCC na początku 2016 roku. Jednocześnie w XI'16 spółka poinformowała o zmianach w składzie

zarządu, gdzie: 1) wraz z I'17 odchodzi dotychczasowy CFO, Piotr Nowjalis; 2) skład zarządu od I'17 poszerzy się o trzy osoby, wśród których będą Karol Półtorak (odpowiedzialny za projekty rozwojowe), Marcin Czyczerski (CFO) oraz Marcin Płażek (ekspansja sieci CCC). Poszerzenie zarządu oraz doświadczenie powołanych osób powinny pozwolić spółce na dalszą realizację założonej strategii. Ponadto, CFO CCC poinformował, że spółka może wygenerować około 10% marży netto w 2016 roku, co przy przychodach na poziomie około 3,2 mld PLN, przełożyłoby się na 320 mln PLN zysku netto w 2016 roku (+18,5% względem naszych prognoz). Zrealizowanie takiego scenariusza pozytywnie wpłynęłoby na wycenę spółki.

Eurocash

akumuluj

Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		37,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-11-04	
		Cena docelowa:		42,70 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	16 963,8	20 318,2	19,8%	21 369,1	5,2%	23 612,4	10,5%	Liczba akcji (mln)	138,9		
EBITDA	412,5	475,6	15,3%	522,4	9,8%	584,1	11,8%	MC (cena bieżąca)	5 140,1		
marża EBITDA	2,4%	2,3%		2,4%		2,5%		EV (cena bieżąca)	5 528,7		
EBIT	287,2	325,1	13,2%	371,5	14,3%	421,2	13,4%	Free float	46,3%		
Zysk netto	180,5	212,4	17,6%	254,9	20,0%	295,1	15,8%				
P/E	28,4	24,2		20,2		17,4		Zmiana ceny: 1m	0,0%		
P/CE	16,8	14,1		12,7		11,2		Zmiana ceny: 6m	-26,3%		
P/BV	5,1	4,6		4,2		3,7		Zmiana ceny: 12m	-33,3%		
EV/EBITDA	14,6	11,3		10,6		9,0		Min (52 tyg.)	34,0		
DYield (%)	2,1	2,2		2,7		2,5		Max (52 tyg.)	58,3		

W wynikach za 3Q'16 widoczna była dalsza presja na efektywność sprzedaży w segmencie C&C. Jednocześnie zmniejszeniu uległa liczba sklepów w sieci Delikatesy Centrum. Powyższe połączone ze stratą z tytułu rozwijania nowych przedsięwzięć (projekt fresh, Kontigo, ABC na kołach oraz 1minute), przełożyły się na zmniejszenie wyniku na linii EBIT/EBITDA/zysku netto o odpowiednio -17%/-8,8%/-16,3% R/R w 3Q'16. Zarząd informuje, że proces przejęcia PDA (Polska Dystrybucja Alkoholi) jest bliski zakończenia. W transakcji akwizycji sieci EKO Holding

zastrzeżenia UOKiK zostały zgłoszone do 3 z 250 przejmowanych sklepów (zastrzeżenia już zostały wyjaśnione). Informacje na temat finalizacji transakcji mogą pozytywnie wpłynąć na sentyment do spółki. Należy również zwrócić uwagę na coraz wyższe odczyty inflacji cen żywności oraz napojów bezalkoholowych, która powinna utrzymać trend w kolejnych miesiącach. Ze względu na efekt bazy, można oczekiwać zmniejszenia się wyniku R/R w 4Q'16 oraz stopniowej poprawy w 2017 roku.

Jeronimo Martins

trzymaj

Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		14,67 EUR				Data ostatniej aktualizacji:		2016-12-06	
		Cena docelowa:		14,90 EUR							
(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)			
Przychody	12 680,0	13 728,0	8,3%	14 484,3	5,5%	16 107,3	11,2%	Liczba akcji (mln)	629,3		
EBITDA	732,0	801,0	9,4%	875,1	9,3%	973,7	11,3%	MC (cena bieżąca)	9 231,7		
marża EBITDA	5,8%	5,8%		6,0%		6,0%		EV (cena bieżąca)	9 505,3		
EBIT	448,5	486,0	8,4%	548,1	12,8%	635,2	15,9%	Free float	32,3%		
Zysk netto	302,4	333,0	10,1%	384,4	15,4%	454,8	18,3%				
P/E	30,5	27,7		24,0		20,3		Zmiana ceny: 1m	-5,8%		
P/CE	15,8	14,2		13,0		11,6		Zmiana ceny: 6m	1,8%		
P/BV	6,6	6,9		5,9		5,1		Zmiana ceny: 12m	14,9%		
EV/EBITDA	13,3	12,1		10,9		9,4		Min (52 tyg.)	10,9		
DYield (%)	2,3	4,2		1,8		2,1		Max (52 tyg.)	16,4		

Spółka opublikowała dane za 3Q'16, w których widać kontynuację pozytywnych trendów w sprzedaży porównywalnej w najważniejszych liniach biznesowych spółki. Po stronie rentowności biznesu na poziomie EBITDA, wysoki wzrost Ifl pozwolił na poprawę marży EBITDA pomimo rosnących kosztów wynagrodzeń. Oczekujemy, że podwyżka płac ogłoszona pod koniec IX'16 może wywierać presję na rentowność polskiego biznesu w kolejnych kwartałach. Pewnym zaskoczeniem był relatywnie wysoki spadek rentowności biznesu portugalskiego w 3Q'16.

Aprecjacja EURPLN w ostatnim miesiącu do poziomu 4,5 (+4,1% R/R) może negatywnie wpłynąć na wyniki rynku polskiego raportowane w EUR. Sieć Ara powiększyła się o 129 sklepów netto R/R do liczby 183 placówek na koniec 3Q'16. Kolumbijska sieć przygotowuje się do otworzenia pierwszych sklepów w trzecim regionie, co powinno pozwolić na przyspieszenie tempa ekspansji. Uważamy, że obecnie spółka jest odpowiednio wyceniona i zalecamy trzymanie waleń Jeronimo Martins.

LPP		trzymaj									
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		5 949 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-11-04	
		Cena docelowa:		5 500 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	4 769,3	5 130,3	7,6%	6 006,8	17,1%	6 903,3	14,9%	Liczba akcji (mln)	1,8		
EBITDA	802,8	726,8	-9,5%	589,0	-19,0%	912,4	54,9%	MC (cena bieżąca)	10 917,6		
marża EBITDA	16,8%	14,2%		9,8%		13,2%		EV (cena bieżąca)	11 749,5		
EBIT	609,1	503,2	-17,4%	339,8	-32,5%	641,2	88,7%	Free float	68,9%		
Zysk netto	479,5	352,0	-26,6%	260,0	-26,1%	494,8	90,3%				
P/E	22,5	30,6		42,0		22,1		Zmiana ceny: 1m	5,1%		
P/CE	16,0	18,7		21,4		14,3		Zmiana ceny: 6m	15,9%		
P/BV	6,6	5,7		5,2		4,4		Zmiana ceny: 12m	-9,9%		
EV/EBITDA	13,9	15,7		19,9		12,6		Min (52 tyg.)	3 820,0		
DYield (%)	1,6	0,5		0,8		1,2		Max (52 tyg.)	6 600,0		

Dane sprzedażowe z ostatnich miesięcy wskazują, że nowa kolekcja LPP została dobrze przyjęta. W listopadzie sprzedaż wzrosła o 12,8% R/R do 485 mln PLN vs. wzrost powierzchni o 9,3% R/R. Po wyłączeniu sprzedaży internetowej, spółka powinna odnotować podobną sprzedaż porównywalną R/R. Warto zwrócić uwagę na fakt, że LPP poprawiło marżę brutto na sprzedaży o 5p.p. R/R do 60% w XI'16 (najwyższa miesięczna dynamika wzrostu od VI'13), co wynikało ze skutecznej polityki promocyjnej. Wyhamowanie spadków w rentowności sprzedaży powinno zostać utrzymane również w kolejnych

miesiącach. Kontynuacja powyższych trendów powinna podtrzymywać pozytywny sentyment do spółki. Zgodnie z zapowiedziami zarządu LPP, pełnego efektu poprawy kolekcji należy oczekiwać wraz z sezonem wiosna-lato'17 oraz jesień-zima'17. Jednocześnie uważamy, że rezultaty spółki powinny być wspierane przez wyniki segmentu rosyjskiego, gdzie pozytywnie będzie działał łączny efekt niskiej bazy RUBPLN R/R (od połowy XII'16 do III'17 oraz wysokiej dynamiki sprzedaży w lokalnych walutach (3Q'16 było to około 31% R/R). Biorąc pod uwagę powyższe, rekomendujemy trzymanie waleń spółki.

Inne

Work Service		zawieszona									
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		10,17 PLN			Data ostatniej aktualizacji:		2016-12-06		
		Cena docelowa:		-							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 739,8	2 115,5	21,6%					Liczba akcji (mln)	67,4		
EBITDA	89,1	103,2	15,8%					MC (cena bieżąca)	685,0		
marża EBITDA	5,1%	4,9%						EV (cena bieżąca)	685,0		
EBIT	89,1	91,8	2,9%					Free float	30,6%		
Zysk netto	36,2	32,8	-9,4%								
P/E	18,9	20,9						Zmiana ceny: 1m	-4,7%		
P/CE	18,9	15,5						Zmiana ceny: 6m	8,3%		
P/BV	1,8	1,8						Zmiana ceny: 12m	-30,8%		
EV/EBITDA	9,3	9,6						Min (52 tyg.)	8,8		
DYield (%)	0,0	0,0						Max (52 tyg.)	14,7		

Work Service wygenerował w ciągu 9 miesięcy 2016 1 819 mln PLN przychodów ze sprzedaży, 66,8 mln PLN zysku EBITDA i 18,9 mln PLN zysku netto, co implikuje wykonanie naszej rocznej prognozy na poziomie odpowiednio 76,4%/55,4%/39,8%. W związku z potrzebą aktualizacji prognoz finansowych zawieszamy rekomendację inwestycyjną dla spółki.

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)**EBIT** – zysk operacyjny**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** – wartość księgowa**WNDB** – wynik na działalności bankowej**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży**PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

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

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 6 grudnia 2016 o godzinie 13:25.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 6 grudnia 2016 o godzinie 13:25.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszk, Neuca, Opono, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, Zastal S.A., ZUE.

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

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PBKM, Stelmet, TXM S.A.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powinno być publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Niniejszy Przegląd miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez Dom Maklerski mBanku i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 11 Przeglądu miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji dokonanych w Przeglądzie miesięcznym znajduje się na stronie 12 niniejszego opracowania.

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologiczną techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

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

CEZ

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2016-12-06	2016-10-04	2016-08-03	2016-02-02	2015-12-14
kurs z dnia rekomendacji	407,00 CZK	436,00 CZK	73,03 PLN	65,00 PLN	69,00 PLN
WIG w dniu rekomendacji	49 647,48	47 399,32	47 031,70	44 294,89	44 220,32

ENERGA

rekomendacja	akumuluj	kupuj	zawieszona	kupuj	akumuluj
data wydania	2016-12-06	2016-10-04	2016-03-16	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	8,19	7,40	13,30	13,11	13,48
WIG w dniu rekomendacji	49 647,48	47 399,32	47 114,63	46 448,27	44 294,89

JERONIMO MARTINS

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2016-12-06	2016-10-05	2016-04-18	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	14,67 EUR	16,01 EUR	14,76 EUR	13,08 EUR
WIG w dniu rekomendacji	49 647,48	47 900,66	48 095,43	44 294,89

KGHM

rekomendacja	zawieszona	redukuj	trzymaj	w trakcie aktualizacji
data wydania	2016-12-06	2016-08-03	2016-02-02	2015-12-03
kurs z dnia rekomendacji	91,84	78,20	56,26	68,15
WIG w dniu rekomendacji	49 647,48	47 031,70	44 294,89	47 002,61

PGNIG

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2016-12-06	2016-07-27	2016-06-02	2016-05-06	2016-04-19	2016-02-02	2015-12-03
kurs z dnia rekomendacji	5,20	5,50	5,13	4,92	5,10	5,04	5,24
WIG w dniu rekomendacji	49 647,48	46 905,60	44 700,67	46 430,16	48 195,06	44 294,89	47 002,61

RBI

rekomendacja	trzymaj	kupuj
data wydania	2016-12-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	17,14 EUR	11,32 EUR
WIG w dniu rekomendacji	49 647,48	44 294,89

TAURON

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2016-12-06	2016-10-04	2016-02-02	2015-12-14
kurs z dnia rekomendacji	2,66	2,55	2,71	2,63
WIG w dniu rekomendacji	49 647,48	47 399,32	44 294,89	44 220,32

UNIBEP

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2016-12-06	2016-11-04	2016-09-06	2016-02-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	10,00	10,85	11,79	9,89	9,89
WIG w dniu rekomendacji	49 647,48	47 899,61	47 980,57	43 563,88	44 294,89

WORK SERVICE

rekomendacja	zawieszona	akumuluj
data wydania	2016-12-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	10,17	11,96
WIG w dniu rekomendacji	49 647,48	44 294,89

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

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

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

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

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

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

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

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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