

Piątek, 27 stycznia 2017 | opracowanie cykliczne

Rynek akcji w 2017: strategia inwestycyjna

Rynek akcji, makroekonomia

Pozytywny konsensus na sytuację makro i rynek akcji

Pozytywne momentum w globalnym makro i zyskach spółek trwa. Inwestorzy uznali, że wybory w USA to ekonomiczny *game changer* – świat wszedł w fazę reflacji, której konsekwencją będzie wzrost cen ryzykownych aktywów i wyprzedaż na rynku obligacji. Pomimo powszechnego już stymulowania fiskalnego gospodarek (w tym złagodzenie *austerity measures* w strefie euro), banki centralne nadal będą utrzymywały ujemne realne stopy procentowe i silnie akomodacyjną politykę monetarną. Ewentualne opóźnienia w implementacji reformy podatkowej czy programów infrastrukturalnych prezydenta Trumpa mogą być przyczyną lokalnej korekty indeksów.

Geopolityka może zdominować gospodarkę

Czy sprawdzi się ten optymistyczny scenariusz? Naszym zdaniem zależy to od rozwoju sytuacji geopolitycznej, która jest głównym czynnikiem ryzyka dla rynków w roku 2017. W czasie kadencji B. Obamy zawiązał się sojusz Chiny-Rosja-Iran. W ostatnich 18 miesiącach odniósł on szereg sukcesów, głównie kosztem pozycji USA na arenie międzynarodowej (szczególnie widać to w strategicznie ważnym regionie Azji Południowej, gdzie USA całkowicie straciły inicjatywę). W rodzący się nowy układ geopolityczny wpisuje się narastający podział w Europie z Brexitem na czele. To jak USA pod rządami Trumpa odpowiedzą Chinom, pozostaje kluczowym pytaniem na rok 2017. Konfrontacja ekonomiczna oznacza dezaktualizację tegorocznych prognoz.

Najwyższy od '12 wzrost nom. PKB, spadek premii za ryzyko

W Polsce oczekujemy 3,4% wzrostu realnego PKB, przy czym dynamika wzrostu będzie zwiększała się z kwartału na kwartał, żeby w ostatnich trzech miesiącach roku osiągnąć +4%. Biorąc pod uwagę wzrost inflacji do 1,7-2%, w kategoriach nominalnych polska gospodarka będzie rosła najszybciej od 2012 roku. Ostateczna skala przyspieszenia wzrostu PKB będzie zależeć od tempa odbudowywania się inwestycji.

Przyspieszenie wzrostu gospodarczego i skompromitowana opozycja powinny prowadzić do wyciszenia sceny politycznej w Polsce. Dzięki szybko zamykanej luce VAT problem deficytu SFP przestaje być tak istotnym czynnikiem ryzyka, a to ogranicza ryzyko obniżek ratingu Polski. Wicepremier Morawiecki umacnia swoją pozycję w Rządzie (ważne w kontekście przyszłości OFE). W efekcie tych czynników maleje premia za ryzyko.

Napływ kapitału do funduszy akcyjnych

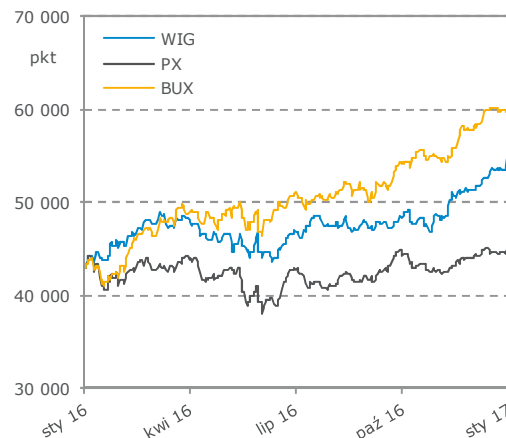
W pozytywnym otoczeniu światowego makro, dopóki wzrost rentowności obligacji odbywa się zgodnie z trajektorią zakładaną przez inwestorów (10Y US Bonds 3% na koniec 2017 roku) realokacja kapitału na rynek akcji powinna dalej być kontynuowana. Dotyczy to również, a może w szczególności, rynku polskiego – przy czym realokacja powinna odbywać się z depozytów do funduszy akcyjnych. Będą temu sprzyjać: dalsza poprawa sentymentu konsumentów, budowanie się historycznej, pozytywnej stopy zwrotu z inwestycji, banki będą wspierać ten trend (szybszy wzrost depozytów niż kredytów, spadek relacji K/D do 1,0x z 1,2x w 2009 roku). Obecnie poziom zaangażowania gospodarstw domowych na GPW to ok. 5% łącznych oszczędności – w relacji do wartości depozytów czy PKB to najniższy udział od co najmniej 2000 roku (przesunięcie 1% depozytów do akcji to blisko 7 mld PLN – takiego napływu nowego kapitału GPW nie odnotowywała od demontażu OFE).

Kluczowe rekomendacje

Największymi beneficjentami trendów makro będą: spółki przemysłowe (Uniwheels, Pflaiderer), handel (Eurocash, Jeronimo, CCC, AmRest), surowce (KGHM, PGNiG i CEZ kontra rafinerie), budownictwo i deweloperzy (Trakcja, Unibep, Budimex, Torpol, Echo, Robyng), banki nie-eksponowane na CHF (Alior, Pekao, Handlowy, Erste). Rośnie prawdopodobieństwo zniesienia sankcji nałożonych na Rosję i otwarcie rynków wschodnich, dlatego zwracamy także uwagę na spółki, które na tym skorzystają (Apator, Amica, Zetkama, LPP, AmRest, CCC, Elektrobudowa, Mercor, Feerum, SecoWarwick, Selena, Fasing, Zamet Industry, Relpol, Ropczyce, Ceramika NG).

WIG	55 560
Średnie P/E 2017	13,1
Średnie P/E 2018	11,9
Średni dzienny obrót (3M)	965 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



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

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

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

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



Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	11
3. Statystyki rekomendacji	12
4. Finanse	14
4.1. Alior Bank	14
4.2. BZ WBK	15
4.3. Getin Noble Bank	16
4.4. Handlowy	17
4.5. ING BSK	18
4.6. Millennium	19
4.7. Pekao	20
4.8. PKO BP	21
4.9. Komerční Banka	22
4.10. Erste Bank	23
4.11. OTP Bank	24
4.12. PZU	25
4.13. Kruk	26
4.14. Prime Car Management	27
4.15. Skarbiec Holding	28
5. Paliwa, chemia	29
5.1. Ciech	29
5.2. Grupa Azoty	30
5.3. Lotos	31
5.4. MOL	32
5.5. PGNiG	33
5.6. PKN Orlen	34
5.7. Polwax	35
5.8. Synthos	36
6. Energetyka	37
6.1. CEZ	37
6.2. Enea	38
6.3. Energa	39
6.4. PGE	40
6.5. Tauron	41
7. Telekomunikacja, Media, IT	42
7.1. Netia	42
7.2. Orange Polska	43
7.3. Agora	44
7.4. Cyfrowy Polsat	45
7.5. Wirtualna Polska	46
7.6. Asseco Poland	47
7.7. CD Projekt	48
7.8. Comarch	49
8. Przemysł i metale	50
8.1. Kernel	53
8.2. Kęty	54
8.3. KGHM	55
8.4. Stelmet	56
8.5. UNIWHEELS	57
9. Budownictwo	58
9.1. Budimex	59
9.2. Elektrobudowa	60
9.3. Erbud	61
9.4. Unibep	62
10. Deweloperzy	63
10.1. Capital Park	64
10.2. Dom Development	65
10.3. Echo Investment	66
10.4. GTC	67
10.5. Robyg	68
11. Handel	69
11.1. AmRest	69
11.2. CCC	70
11.3. Eurocash	71
11.4. Jeronimo Martins	72
11.5. LPP	73
12. Inne	74
12.1. PBKM	74
13. Ostatnie wydane rekomendacje	76

Rynek akcji

Geopolityka może zdominować gospodarkę

Optymistyczny scenariusz makro dla światowej gospodarki jest silnym konsensusem globalnych banków. Analizę trendów w 2017 zaczynamy jednak od przedstawienia szerszego spojrzenia na sytuację geopolityczną, bo ta naszym zdaniem diametralnie się zmienia i może mieć istotny wpływ na zakładane dziś scenariusze makro. Naszym celem nie jest straszenie konfliktami, ale próba zwrócenia uwagi, że decyzje ekonomiczne (w tym np. dotyczące polityki celnej) mogą wpisywać się w dużo szerszy kontekst.

W czasie kadencji Baracka Obamy zawiązał się sojusz pomiędzy Chinami, Rosją i Iranem (porozumienie euroazjatyckie, tu: CRI), który jest przeciwwagą dla dotychczasowego hegemonu w globalnej geopolityce – paktu USA-UE-Japonia. Ostatnie 12 miesięcy przyniosły szereg sukcesów CRI i wyraźny regres pozycji USA na arenie międzynarodowej.

Każdy z krajów CRI ma aspiracje terytorialne: Chiny – Tajwan, Morze Południowochińskie; Rosja – odzyskanie wpływów w dawnych republikach ZSRR; Iran – wpływy w Azji Środkowo-Wschodniej. Łączy je współpraca gospodarcza (o tym decyduje przede wszystkim gospodarcza pozycja Chin i wielomiliardowe umowy gospodarcze podpisywane z kolejnymi krajami dołączającymi do sojuszu) i wymiana technologii, w tym technologii wojskowych. W ostatnich dwóch latach Rosja i Chiny podpisały szereg umów gospodarczych w tym związanych z ogromnymi inwestycjami Chińczyków w energetykę i infrastrukturę. Dotychczasowe spory terytorialne (Syberia) zostały odłożone.

Największym orężem ekonomicznym CRI jest projekt odbudowy Jedwabnego Szlaku – lądowej drogi handlowej łączącej Azję z Europą Zachodnią. Celem chińczyków, jest niezależnienie wymiany towarowej od transportu morskiego – kontrolowanego przez USA (ważnych handlowo cieśnin). Projekt ten ogłoszony w 2013 roku przez Prezydenta Chin Xi Jinpinga ma być gotowy już w 2025 roku. Wiąże się on z budową ogromnej infrastruktury kolejowej, drogowej oraz lotniczej. W celu finansowania tego projektu powstał m.in. Azjatycki Bank Inwestycji Infrastrukturalnych (kapitał założycielski 100 mld USD, główni udziałowcy to Chiny, Rosja, Indie; przyłączyło się do niego 60 krajów w tym: Wielka Brytania, Australia, Niemcy, Francja i Polska). To ogromna szansa dla Rosji, która liczy na związane z tym projektem inwestycje i późniejsze korzyści wynikające z przepływu towarów.

Ostatni rok to dalszy wzrost strategicznego znaczenia porozumienia euroazjatyckiego, bo wyraźnie zbliżyło się do niego kilka strategicznie ważnych krajów.

Turcja: posiada największą armię w Europie, strategicznie ważny kraj pod względem lokalizacji geograficznej (kontrola cieśniny Bosfor i ważnych szlaków handlowych z Azji do Europy, w tym szczególnie dostaw paliw), odrzucona przez Unię Europejską, skonfliktowana z USA ws. przyszłości Kurdów. W tle mamy szybkie zażegnanie konfliktu związanego z zestrzeleniem rosyjskiego myśliwca w 2015 r. (szczególnie w kontekście długiej historii wojen turecko-rosyjskich) i nieudaną próbę przewrotu w Turcji, po której następuje dalsze zbliżenie z Rosją. Na bazie podpisanych umów wymiana handlowa z Rosją ma wzrosnąć do 100 mld USD vs. 140 mld EUR z UE. Z kolei polityka Rosji koncentruje się na odcięciu Europy od alternatywnego dostępu do ropy i gazu z południa, co pośrednio umożliwia zbliżenie z Turcją.

Filipiny: po wyborach prezydenckich w maju 2016 roku, w zamian za wielomiliardowe chińskie inwestycje i pożyczki, kraj grozi odejściem od 65-letniego sojuszu z USA (na terenie kraju znajdują się bazy wojskowe USA, jeszcze w lutym 2016 podpisane porozumienie wojskowe z Japonią) i nawiązuje porozumienie z Chinami. Filipiny to ważny element rywalizacji o wpływy na Pacyfiku. Analogiczna sytuacja ma miejsce w przypadku sąsiadującej z Filipinami Malezji, która dotychczas była skonfliktowana z Chinami w związku z polityką prowadzoną przez Chiny w basenie Morza Południowochińskiego. Podpisanie wielomiliardowych umów handlowych (listopad 2016) zmieniły retorykę władz Malezji, które obecnie stoją na stanowisku, że spór zostanie rozwiązany na drodze pokojowej, a Chiny to przewidywalny partner.

Ponadto warto zwrócić uwagę na rozszerzającą się współpracę państw BRICS, w tym: powołanie w 2015 roku Nowego Banku Rozwoju, rosnącą wymianę handlową rozliczaną we własnych walutach (w październiku 2016 MFW wprowadził juana do koszyka walut ze specjalnym prawem ciągnięcia SDR, podczas gdy według SWIFT udział juana w światowych rozliczeniach handlowych to niespełna 2,0%, szczyt odnotowano w połowie 2015 r. – 2,79%), a także trwające prace nad własnym systemem rozliczeniowym (obejście SWIFT, którego Amerykanie użyli w 2012 roku do odciążenia Iranu od transakcji bankowych).

Śmiało i „pokojowo sprofilowane” posunięcia Chin osłabiają mocarstwową pozycję USA. W tym kontekście polityka i działania ekonomiczne nowego Prezydenta USA muszą uwzględniać ten nowy porządek. Pytaniem pozostaje, czy USA będą dążyć do konfrontacji ekonomicznej z nowym blokiem czy przyłączą się do niego. Liczne komentarze powybiorcze (oparte m.in. na fakcie że doradcą Trumpa jest H. Kissinger oraz nominacji szefa Exxon Mobil – Rexa Tillersona – na stanowisko Sekretarza Stanu) wskazują, że spodziewane ocieplenie stosunków USA-Rosja miałyby prowadzić do osłabienia sojuszu CRI. Biorąc pod uwagę ilość i skalę przedsięwzięć ekonomicznych w relacjach Rosja-Chiny, wyrwanie Rosji z układu będzie bardzo trudne. W 2017 roku kierunek polityki USA powinien być znany. Ostateczna reakcja rynków będzie zależać od tego, czy będzie konfrontacyjny (fatalna wiadomość dla rynków i globalnego makro) czy ugodowy (co jest bardziej prawdopodobne, a taki pozytywny scenariusz dodatkowo wzmacnia perspektywę makro).

Decyzja Trumpa o odejściu od Transpacyficznej Umowy o Wolnym Handlu (TTP) może wskazywać na odejście USA od roli światowego policjanta (przynajmniej w dotychczasowym wymiarze) i skoncentrowaniu się na polityce wewnętrznej. Zerwanie NAFTA może jednak rzucić w chińskie objęcia również Meksyk, co dla USA jest zupełnie nie do zaakceptowania. Uznanie przez USA działań Rosji na Ukrainie i zniesienie sankcji, wcześniej czy później, oznacza odbudowę stosunków gospodarczych Rosja-UE, a przede wszystkim Rosja-Niemcy, co byłoby szansą również dla polskich firm (w takim scenariuszu problemem może być tylko antyrosyjska retoryka obecnego Rządu). Z drugiej strony, Europa może iść w kierunku podziału na strefę wpływów USA (Wielka Brytania w trakcie Brexitu, Francja – jeśli wygra Le Pen) i układu Rosja-Chiny (Niemcy – współpraca gospodarcza).

W obraz na nowo dzielącego się układu sił wpisuje się Brexit. W styczniowym wystąpieniu Theresa May określiła warunki brzegowe negocjacji z UE, które sprowadzają się do konkluzji: Wielka Brytania jest skłonna zrezygnować z dostępu do wspólnego rynku w zamian za odzyskanie kontroli na granicach. Warto zwrócić uwagę, że Wielka Brytania

naraża się na nasilenie działań separacyjnych ze strony Szkocji czy Irlandii Płn., które wyraźnie opowiedziały się za pozostaniem w UE.

Tegoroczny kalendarz wyborczy w Europie jest bardzo bogaty i w zależności od zwycięskiej opcji politycznej będzie decydował o podziale lub utrzymaniu dotychczasowego statusu UE. Wybory parlamentarne: 15 marca – Holandia, wysokie szanse zwycięstwa populistycznej PVV; wrzesień – Niemcy (sondaże: CDU 36%, SPD 20%, Alternatywa dla Niemiec 13%, Lewica 10%); wybory prezydenckie we Francji w dn. 23 kwietnia – 7 maja (sondaże: Fillon wygrywa w drugiej turze); referendum separacyjne w Katalonii we wrześniu.

W 2017 roku w Polsce brak jest znaczących wydarzeń politycznych – poza codzienną walką polityczną, która w coraz mniejszym stopniu wpływa negatywnie na rynki finansowe. Powrót gospodarki na wzrostową ścieżkę tym bardziej zmniejsza ryzyko polityczne. Oznacza również, że Premier Morawiecki pozostanie w Rządzie, a to z kolei „gwarant” przewidywalności gospodarczej z perspektywy inwestorów zagranicznych i szansa na realizację programu budowy krajowych oszczędności (zamiast likwidacji OFE).

USA wyznacza globalny trend

W opinii większości strategów rynkowych wynik wyborów prezydenckich w USA to *game changer* dla gospodarki i inwestorów. Obniżone podatki, repatriacja kapitału, deregulacja gospodarki i inwestycje infrastrukturalne mają wyprowadzić gospodarkę z okresu powolnego wzrostu i symptomów deflacyjnych. W tym kontekście zakładane przez rynek podwyżki stóp procentowych przez FED nabierają drugorzędного znaczenia. Rynki założyły, że „czarna strona” programu wyborczego nowego Prezydenta, tj. wprowadzenie ceł, a w efekcie prawdopodobne wojny handlowe czy polityka imigracyjna zostaną zablokowane przez Kongres.

Program nowego Prezydenta w dłuższym okresie jest dobry dla posiadaczy akcji, tym niemniej w krótkim okresie ryzyko rozczarowań jest wysokie. Dotyczy to zarówno sytuacji w której dochodzi do opóźnień i potencjalnych konfliktów wewnętrznych przy implementacji „prorynkowych” reform, jak również ryzyka implementacji działań niekorzystnych z perspektywy rynków finansowych. Trudne do pogodzenia jest jednocześnie obniżenie podatków (20% PKB w ciągu 10 lat) i szeroko zakrojony program odbudowy infrastruktury. Wymaga to konsensu politycznego (o który nie będzie łatwo) i szczegółowych projekcji budżetowych (co może potrwać dłużej, a brak szczegółów będzie powodował zniecierpliwienie inwestorów wraz z upływem kolejnych miesięcy). Evercore ISI szacuje, że mieszanka niższych podatków i wydatków związanych z budową infrastruktury zwiększy zadłużenie rządu federalnego o 2-3 bln USD w ciągu dziesięciu lat. Powyborczy gwałtowny wzrost cen akcji spółek, które mają skorzystać na programie budowy infrastruktury – szczególnie budowlanych i producentów materiałów budowlanych – zdyskontował znaczącą część pozytywnego scenariusza. 12M forward P/E dla branży budowlanej to obecnie 19x, a dla wspomnianych producentów materiałów 29x.

W pierwszych 3 miesiącach urzędowania nowego Prezydenta można oczekiwać implementacji szeregu działań, które nie wymagają tak dalece idących przygotowań jak podatki czy infrastruktura, bo są to decyzje bardziej polityczne. Wśród takich działań są zarówno wspierające rynek (deregulacja ułatwiająca funkcjonowanie wielu sektorom, ze szczególnym uwzględnieniem finansów, przemysłu wydobywczego, energetyki czy telekomunikacji), jak również trudne do przewidzenia i negatywnie wpływające na gospodarkę decyzje takie jak cła (tym bardziej, że politykę celną prowadzi sam prezydent) czy reforma służby zdrowia

(najprawdopodobniej zmiany w tym zakresie zostaną wprowadzone w ciągu pierwszych 100 dni, ale dotychczasowe zasady będą obowiązywać w okresie przejściowym 2-4 lat).

Czynnikiem wspierającym dla gospodarki jest odbicie cen ropy i gazu, co ponownie pobudza inwestycje w sektorze wydobywczym. Planowane na 2017 roku wydatki inwestycyjne w tym obszarze mają wzrosnąć o 60% r/r. Dodatkowo będzie je pobudzać deregulacja przepisów dotycząca norm ochrony środowiska.

Na fali optymizmu, po wyborach amerykańskie spółki osiągnęły najwyższy wskaźnik wyceny 12M forward P/E od 2004 roku. Spółki z S&P500 odnotowały dołek EPS w 1Q'16 (104,5 USD) po czym zyski zaczęły rosnąć. Analitycy oczekują, że w 4Q'16 EPS dla indeksu osiągnie poziom około 124 USD. Po rewizji prognoz wyników jaka dokonała się w ostatnich dwóch miesiącach rynek oczekuje, że w 2017 roku średnioroczny EPS wzrośnie do 127 USD, tj. o 7% w stosunku do 2016 r. Dodatkowo, zysk ten może wzrosnąć o kolejne 8-12 USD na akcje w związku z zapowiadaniem obniżeniem podatków. Zatem obniżki podatków mają ważny wpływ na ocenę atrakcyjności inwestycyjnej akcji. Wielką niewiadomą pozostaje data, od kiedy nowe regulacje podatkowe mogą obowiązywać. Banki inwestycyjne nie spodziewają się, żeby szczegóły przyszłych rozwiązań były znane przed marcem/kwietniem. Ostateczny kształt reformy powinien być znany na jesieni br. Czynnikiem, który może zaskoczyć rynki w 2017 roku, a który jest efektem optymizmu powyborczego jest umacniający się USD.

Pozytywne dane makro w Europie

Początek ur. to obawy o kondycję gospodarki europejskiej. Wskaźniki wyprzedzające i zamówienia w przemyśle spadały, a kolejny kryzys zadłużeniowy wydawał się realny – tym bardziej, że brytyjskie „nie” dodatkowo wprowadzało element niepewności. W połowie roku negatywny trend odwrócił się. W pierwszych tygodniach 2017 roku PMI i sentyment konsumentów we wszystkich krajach wskazują na solidne trendy wzrostowe, zapowiadając przyspieszenie wzrostu gospodarczego w strefie euro do 1,8-2,0%. W dużej mierze to zasługa osłabienia euro i jednocześnie poprawy koniunktury na głównych rynkach eksportowych, tj. w USA i Azji, ze szczególnym uwzględnieniem Chin. Za sprawą poprawiającej się sytuacji na rynku pracy (najniższe bezrobocie od 2009 roku) odbudowuje się również popyt wewnętrzny. Pomimo rozpoczętego Brexitu optymistyczne nastroje panują w Wielkiej Brytanii, gdzie sprzedaż detaliczna osiągnęła najwyższy poziom od 2014 roku. Komponent cenowy PMI i dane PPI wskazują, że w 2017 roku inflacja bazowa w strefie może wzrosnąć powyżej 1,1% (prognoza ECB).

Chiny i rynki wschodzące

Ekspansywna polityka monetarna i fiskalna z pierwszej połowy 2016 roku przyczyniły się do cyklicznej poprawy koniunktury. Konsensus oczekiwań dotyczących Chin zakłada przyspieszenie wzrostu gospodarczego – oddala się nie tylko *hard landing*, ale również rynek nie zakłada już *soft landingu*. Evercore ISI szacuje, że dynamika wzrostu nominalnego PKB w 4Q'16 mogła osiągnąć nawet 9,9% r/r, a w 1Q'17 osiągnie dynamikę na poziomie 11,4%. Przyspieszenie wzrostu potwierdzają również takie miary jak konsumpcja energii czy wielkość przewożonych towarów koleją. Po drugiej stronie wyraźnie widać wzrost deficytu budżetowego, który w 2016 roku zamknął się na poziomie 3,8% PKB w stosunku do 3,0% w budżecie (najwyższy poziom w nowoczesnej historii kraju). Inwestorów może niepokoić nadal obserwowany odpływ kapitału i osłabienie CNY. Listopadowy zjazd Komunistycznej Partii Chin ma być jednak gwarancją, że do tego czasu władze nie pozwolą na większe turbulencje w gospodarce.

Chiny dosyć skutecznie transformują gospodarkę zmniejszając udział produkcji przemysłowej i inwestycji infrastrukturalnych na rzecz usług. Taka struktura wzrostu oznacza również, że przyspieszenie dynamiki wzrostu gospodarczego wcale nie musi przekładać się na oczekiwany dziś wzrost popytu na surowce przemysłowe, tym bardziej, że jedną z bolączek Chińczyków jest szybki wzrost cen nieruchomości (w 4Q'16 ograniczono dostępność kredytu pod finansowanie rynku nieruchomości).

Pomimo umocnienia USD waluty krajów EM zachowują się stabilnie, co może tłumaczyć jednoczesny wzrost cen surowców – wspierających gospodarki takich krajów jak Rosja czy Brazylia. Przyspieszenie wzrostu gospodarczego w krajach EM będzie jednak głównie konsekwencją ożywienia gospodarczego w krajach rozwiniętych. Rynki wschodzące były beneficjentami globalizacji, która ułatwiła im wymianę handlową z krajami rozwiniętymi, jak również pozwoliła na przejęcie znaczącej części produkcji. Jeżeli w najbliższych latach za sprawą polityki USA dojdzie do zwiększenia protekcyjności to kraje takie jak Tajwan, Korea, Meksyk, Indie, Malesja czy Tajlandia będą najbardziej dotknięte zmianą. Ze względu na geograficzną strukturę eksportu Polska na tym tle należy do relatywnie bezpiecznych rynków, chociaż pośrednio (przez Niemcy) również odczuje negatywny wpływ. Dopóki nie poznamy decyzji nowego prezydenta USA są to jednak tylko możliwe scenariusze.

Nominalny wzrost PKB w Polsce najwyższy od 2012 roku

W 2017 roku makroekonomiści mBanku spodziewają się 3,4% wzrostu realnego PKB, przy czym dynamika wzrostu będzie zwiększała się z kwartału na kwartał, żeby w ostatnich trzech miesiącach roku osiągnąć +4%. Biorąc pod uwagę, że inflacja CPI już w 1Q wzrosła do 2% i w kolejnych kwartałach będzie utrzymywała się w przedziale 1,7-2,0%, w kategoriach nominalnych polska gospodarka będzie rosła najszybciej od 2012 roku. Skala przyspieszenia wzrostu PKB będzie zależała od tempa odbudowywania się inwestycji – trudno dziś przewidywać.

Spadek poziomu inwestycji związany z wygaśnięciem starych programów unijnych oraz zmniejszone inwestycje prywatne (efekt niepewnej sytuacji na rynkach zewnętrznych – Brexit, niestabilna sytuacja polityczna w kraju, ograniczenie wydatków przez samorządy) spowodowały obniżenie dynamiki wzrostu PKB do zaledwie 2% w 4Q'16. Pomimo dynamicznie rosnącej konsumpcji prywatnej (w rosnącym stopniu zaspokajanej importem) niższe inwestycje negatywnie odbiły się również na dynamice produkcji przemysłowej. Dynamika inwestycji w 3Q'16 obniżyła się do -7,7% r/r, co zdaniem naszych makroekonomistów będzie najniższym odczytem w całym cyklu.

W 1Q'17 inwestycje nadal będą spadały r/r (-1,7%), ale od 2Q'17 nastąpi odwrócenie spadkowego trendu: 1) Rząd przystąpi wreszcie do realizacji inwestycji infrastrukturalnych w obszarze drogowym i kolejowym (wykorzystanie środków z budżetów unijnych 2014-21 na poziomie odpowiednio: 17% i 7%), 2) w listopadzie 2018 odbędą się w Polsce wybory samorządowe, co w 2017 r. powinno uruchomić cykl inwestycji (w 2016 r. samorządy odpowiadały za gros spadku łącznych inwestycji w gospodarce), nasi makroekonomiści szacują wzrost w tym segmencie o 30-40% r/r; 3) poprawa momentu makro w strefie euro oraz w lokalnym makro i towarzyszący temu wzrost optymizmu skłonią wreszcie przedsiębiorców do zwiększenia zdolności produkcyjnych.

Tempo odbudowy inwestycji nadal jednak pozostaje dużą niewiadomą, dlatego głównym i najbardziej przewidywalnym motorem wzrostu jest konsumpcja prywatna. Wyraźnie poprawiająca się sytuacja na rynku pracy (spadek stopy

bezrobocia do 8,3% vs. 10,0% przed rokiem, 5% wzrost wynagrodzeń, wzrost funduszu płac – transferów, dochodów rozporządzalnych) będzie pobudzać dynamikę wzrostu konsumpcji o co najmniej 4% r/r.

Czynnikiem, który w ostatnich kwartałach szczególnie niepokoił inwestorów był oczekiwany wzrost deficytu budżetowego w związku ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego przy jednoczesnym uruchomieniu wsparcia fiskalnego (m.in. „500+”). Nasi makroekonomiści szacują, że w 2016 r. deficyt SFP osiągnie poziom 1,8%, a w 2017 r. wzrośnie do 3,0%. To odczyty lepsze niż oczekiwano i nie zwiększające ryzyka reakcji ze strony agencji ratingowych – tym bardziej, że w całej Europie programy *austerii* odchodzą w zapomnienie. Dużym sukcesem okazuje się tempo zamykania luki VAT, w co większość obserwatorów rynku nie wierzyła.

Duża część spośród analizowanych przez nas spółek sygnalizuje wysoką presję płacową i brak siły roboczej. Naszym zdaniem, w 2017 r. czynniki te będą bagatelizowane przez inwestorów. Skupią się oni przede wszystkim na wzroście przychodów, który przez dźwignię operacyjną zniweluje wzrost kosztów wynagrodzeń.

Banki centralne bardziej jastrzębie, ale nadal wspierające

W ostatnich latach banki centralne interweniowały za każdym razem, kiedy sytuacja gospodarcza i nerwowe reakcje inwestorów wymykały się spod kontroli. Obecnie przyspieszenie światowego wzrostu gospodarczego zdejmuje z banków centralnych funkcję *last resort*. Proces normalizacji polityki pieniężnej będzie przebiegał stopniowo i nie powinien stanowić zagrożenia dla wzrostu gospodarczego, wręcz nadal będzie go wspierał, bo polityka monetarna nadal pozostaje silnie akomodacyjna. W ciągu ostatnich 12 miesięcy baza monetarna w USA wzrosła o 7%, w strefie euro o 5%, a w Chinach o 11%. Warto przy tym zwrócić uwagę, że baza monetarna M2 w Chinach jest już blisko dwukrotnie większa niż w USA.

FED: Konsensus rynkowy zakłada dwie podwyżki stóp procentowych w 2017 (ISI Evercore oczekuje trzech podwyżek). To neutralny scenariusz dla rynków bo: 1) przy 4,7% stopie bezrobocia, 3% wzroście PKB i realnych stopach procentowych -100 p.b. inwestorzy już uwzględnili to w swoich wycenach; 2) indeksy giełdowe osiągają szczyt pod koniec cyklu stóp procentowych lub na początku recesji a nie w trakcie ożywienia koniunktury gospodarczej i wzrostowego momentum wyników spółek. Obecne ożywienie ma charakter cykliczny, dla jego kontynuacji ryzykiem są przede wszystkim zewnętrzne szoki, które są jednak trudne do przewidzenia. Jeśli takowe wystąpią to działania FOMC mogą zostać spowolnione lub zatrzymane. Z drugiej strony, również wysokie prawdopodobieństwo można przypisać scenariuszowi przyspieszenia tempa podwyżek (drugie półrocze 2017 i 2018 rok) kiedy pakiet stymulacyjny administracji Trumpa będzie większy niż dziś zakłada rynek (polityka monetarna stopniowo będzie zastępowana przez fiskalną).

ECB: W innej fazie cyklu znajduje się ECB, który na ostatnim posiedzeniu sygnalizował, że podwyżki stop procentowych mogą pojawić się dopiero w 2019 roku. ECB będzie dążyć do tego, żeby rentowności europejskich obligacji nie rosły w tempie amerykańskiego benchmarku, a więc można zakładać, że QE będzie wygaszane stopniowo (od kwietnia do końca roku program skupu aktywów będzie zredukowany do 60 mld Euro, po tym terminie jeszcze co najmniej 6 miesięcy do pierwszej podwyżki stóp). Oznacza to, że bank centralny w ciągu kolejnych 12 miesięcy zwiększy sumę bilansową o 1 bln EUR, do blisko 4,5 bln EUR. Celem dla ECB jest wyraźny wzrost inflacji bazowej powyżej 1%. Warto jednak

zwrócić uwagę, że działania ECB będą podejmowane w okresie napiętego kalendarza wyborczego w Europie. W skrajnym scenariuszu może dojść do sytuacji, kiedy szybszy niż zakłada ECB wzrost inflacji bazowej w 2Q nałoży się na niepewny wynik wyborów prezydenckich we Francji, tuż przed najważniejszym wydarzeniem politycznym w Europie – wyborami parlamentarnymi w Niemczech.

BoJ: Wzrost inflacyjnych oczekiwań i stóp procentowych w USA, przy polityce BoJ utrzymywania stóp procentowych blisko 0 działa stymulująco na gospodarkę poprzez osłabiającego się jena oraz rozszerzaniu się ujemnych realnych stóp procentowych. Taka polityka banku centralnego powinna być utrzymywana w 2017 roku, chyba że zbyt silne osłabienie jena wreszcie doprowadzi do politycznego konfliktu z USA. Po rewizji historycznych danych o wartości nominalnego poziomu PKB, obecna jego wartość osiągnęła poziom sprzed kryzysu 2008 roku.

NBP: W naszych prognozach nie zakładamy podwyżek stóp procentowych w 2017 roku, tym niemniej sytuacja makro (wzrost inflacji, przyspieszenie wzrostu PKB) będzie powodowała, że inwestorzy mogą przykładać do takiego scenariusza coraz większe prawdopodobieństwo w kolejnych kwartałach. Działania RPP i Rządu będą naszym zdaniem skupiały się jednak na wzmocnieniu gospodarczym, wspieranym utrzymaniem ujemnych realnych stóp procentowych przez większość część 2017 roku.

Great rotation – początek trendu?

Według EPFR w 2016 roku z globalnych funduszy akcyjnych odpłynęło 120 mld USD (popyt na akcje głównie ze strony przedsiębiorstw), podczas gdy fundusze dedykowane na rynek obligacji pozyskały 160 mld USD. Wpisuje się to w trend obserwowany na rynkach od kryzysu w 2008 roku (otoczenie niskiego wzrostu i deflacji), kiedy z funduszy akcyjnych odpłynęło łącznie 427 mld USD, a fundusze obligacyjne pozyskały 1,47 bln USD. Przyspieszenie światowego wzrostu gospodarczego i wzrost oczekiwań inflacyjnych po wyborach w USA przyniósł jednak odwrócenie tego trendu w drugiej połowie 2016 r. Fundusze zamykały niedoważenie w akcje, które było utrzymywane również w związku z ryzykiem referendum w Wielkiej Brytanii. Według Evercore ISI, obecnie ekspozycja funduszy headingowych na rynek akcji jest neutralna (poziom 51,1; skala to: 46,5 – negatywna, 56,5 – optymistyczna; na przełomie 2015/16 był poziom 47,5).

Czynnikiem ryzyka dla rynków pozostaje zbyt dynamiczny wzrost rentowności obligacji skarbowych (efekt programu stymulacyjnego Trumpa i rosnących szybciej oczekiwań inflacyjnych), co mogłoby wywołać panikę na rynkach i wyprzedaż wszystkich klas aktywów – dodatkowo wzmocnioną wyprzedażą ze strony zautomatyzowanych systemów algo-tradingowych. Dotyczy to w szczególności najbardziej zadłużonych krajów strefy euro, gdzie ECB mógłby nie być w stanie zapanować na sytuacją. Zbyt szybki wzrost rentowności papierów skarbowych przeniosłby się również na obligacje korporacyjne, co dla przedsiębiorstw oznacza konieczność rolowania zadłużenia po wyższych yieldach – z negatywnym wpływem na wyniki i rosnącym problemem płynnościowym dla spółek emitujących high-yield bonds.

Dopóki wzrost rentowności odbywa się zgodnie z trajektoria zakładaną przez inwestorów (10Y US Bonds 3% na koniec 2017 r.) realokacja kapitału powinna dalej być kontynuowana. Dotyczy to również, a może w szczególności, rynku polskiego – przy czym realokacja powinna odbywać się z depozytów (obecnie rekordowo nisko oprocentowanych – ogółem 1,5%) do funduszy akcyjnych. Dalsza poprawa sentymentu konsumentów, a przede wszystkim budowanie się historycznej, pozytywnej stopy zwrotu z inwestycji w akcje powinny zachęcać klientów indywidualnych do lokowania części oszczędności również na GPW. Naszym zdaniem, w tym roku również banki będą wspierać ten trend (szybszy wzrost depozytów niż kredytów, spadek relacji K/D do 1,0x z 1,2x w 2009 roku, banki będą szukały marżowych produktów).

Ostatnim razem początki realokacji oszczędności miały miejsce w pierwszych miesiącach 2015 roku. Tendencja ta została jednak zahamowana zdarzeniami politycznymi w Polsce (nieoczekiwane zwycięstwo w wyborach prezydenckich A. Dudy i obawy o przejęcie pełnej władzy przez PiS, a także budowanie złego wizerunku giełdy w związku z działaniami kolejnych rządów w stosunku do OFE) oraz załamaniem się indeksów na rynkach wschodzących (efekt spadku cen ropy naftowej i umocnienia USD).

Na koniec grudnia 2016 wielkość depozytów gospodarstw domowych przekroczyła 700 mld PLN, z czego aż 55% stanowią depozyty bieżące. Zgodnie z najnowszymi danymi Analizy Online na koniec września 2016 depozyty stanowiły 57% łącznych oszczędności gospodarstw domowych. Fundusze inwestycyjne (aktywów publicznych i niepublicznych) i bezpośrednie inwestycje na GPW to zaledwie ok. 12% oszczędności gospodarstw domowych. Poziom zaangażowania gospodarstw na GPW to ok. 5% łącznych oszczędności (bez OFE, w tym pakiety posiadane przez założycieli spółek notowanych na giełdzie). W relacji do wartości depozytów czy PKB to najniższy udział od co najmniej 2000 roku. Przesunięcie zaledwie 1% depozytów do akcji to kwota blisko 7 mld PLN – takiego napływu nowego kapitału GPW nie odnotowywała od demontażu OFE.

Co dalej z OFE?

Na obecną chwilę obowiązuje scenariusz (80% prawdopodobieństwa) zakładający realizację programu Premiera Morawieckiego, który w dużym uproszczeniu zakłada, że 25% aktywów pozostających w OFE trafi do Funduszu Rezerwy Demograficznej, a pozostałe 75% na IKE w ramach III filara (zarządzane przez przekształcone OFE). Jak już pisaliśmy w poprzednich komentarzach, jeżeli nie dojdzie do istotnych zmian, jest to scenariusz pozytywny dla rynku akcji w Polsce. W 2017 roku, pod względem realnych przepływów OFE/GPW, nic się nie zmieni (program ma wystartować w 2018 roku). Jedynym czynnikiem wpływającym na rynek jest sentyment (zmniejszenie ryzyka demontażu OFE wraz z poprawą sytuacji makro).

W samym PiS nie ma jednak jednomyślności, co do tego jak zagospodarować środki zgromadzone w OFE. Potwierdzeniem tego może być m.in. poselski projekt ustawy umożliwiający Skarbowi Państwa zwiększenie udziału w spółkach notowanych na GPW bez ogłaszania wezwania przy przekroczeniu ustawowych progów. W razie ryzyka nieoczekiwanego kryzysu infrastruktura prawna będzie przygotowana do alternatywnego do Planu Morawieckiego scenariusza...

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

Sektory w 2017

Finanse

- Wraz z poprawiającymi się perspektywami makroekonomicznymi oraz oczekiwanymi podwyżkami stóp procentowych (Polska, Czechy) podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do sektora bankowego w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Oczekujemy, że wraz z normalizacją kosztu ryzyka po stronie banków regionalnych polskie banki będą siłą napędową całego sektora w 2017 roku (wzrost zysku netto skorygowanego o zdarzenia jednorazowe na poziomie +20,4%) oraz w 2018 roku (+19,7% R/R). Nasze prognozy dla wszystkich analizowanych przez nas banków znajdują się 3,3% powyżej średnich oczekiwań rynkowych na 2017 rok oraz 8,1% powyżej na 2018 rok.
- Zwracamy uwagę, że w 2017 roku część polskiego sektora bankowego będzie się musiała zmierzyć z negatywnymi regulacjami, związanymi z ekspozycją na kredyty CHF. Regulacje są skierowane głównie w kapitał sektora i spowodują znaczący spadek oferowanej przez banki dywidendy. Oczekujemy, że wskaźnik dividend yield w Polsce spadnie w 2017 roku do 2,1% z 3,0% w 2016, a następnie nieznacznie wzrośnie do 2,4% w 2018 roku.
- W polskim sektorze bankowym preferujemy banki bez ekspozycji na kredyty CHF, zaś w regionie pozostajemy pozytywni na Komerční Banka oraz Erste Bank.
- Pośród pozostałych spółek finansowych pozostajemy pozytywni na Skarbiec Holding, PCM oraz PZU. Wszystkie trzy podmioty mają do zaoferowania bardzo wysoką dywidendę ze wskaźnikiem DY w przedziale 6%-11% oraz są notowane z dużym dyskontem do polskiego sektora finansowego.
- Obniżamy nasze neutralne zalecenie dla Kruka z trzymając do redukcji, pomimo oczekiwanego przez nas dynamicznego rozwoju spółki. Kruk na wskaźnikach P/E'17 16,4x oraz P/E'18 14,5x notowany jest z 32% i 33% premią do średniej rynkowej na poziomie 12,5x oraz 10,9x oraz z 16% oraz 15% premią do głównego konkurenta – IJ. Uważamy, że premia do IJ jest nieuzasadniona ze względu na niższe ROE oraz dywidendę.
- Kluczowe rekomendacje: Alior Bank (kupuj), Erste Bank (kupuj), PZU (kupuj).

Paliwa

- Umowa największych producentów w zakresie cięć wydobywania implikuje deficyt na rynku ropy już od stycznia 2017 na poziomie 0,5-1,0 mln boe/d. Ten stan nierównowagi może potrwać co najmniej kilka kwartałów, gdyż awersja do ryzyka jaka zbudowała się przez ostatnie trudne lata powinna opóźnić wzrost aktywności inwestycyjnej w spółkach wydobywczych. Średnią cenę ropy Brent w tym roku szacujemy na 60 USD/Bbl i 70 USD/Bbl w roku kolejnym. Spodziewamy się, że ze względu na relacje substytucji ceny gazu w Europie powinny odbić wraz z ropą naftową. Jeśli chodzi o polski rynek gazu to dodatkowym katalizatorem będzie liberalizacja zaplanowana na drugą połowę roku.
- Drożejąca ropa jest problemem dla sektora downstream na wielu płaszczyznach, począwszy od efektu elastyczności cenowej popytu (brak spadku cen r/r zredukował dynamikę konsumpcji benzyny w USA z +3% do -1%), poprzez wzrost kosztów zużycia własnych (energetyka zasilana HSFO lub gazem), a na presji na marżę detaliczną kończąc. Spadek dostępności ropy ciężkiej będzie ograniczał dyskonto na surowcu, a rekordowy eksport paliw z Chin połączony ze wzrostowym trendem podaży nowych mocy będzie wywierał presję na cracki produktowe.

- W petrochemii bardzo prawdopodobne jest tąpnięcie rentowności z uwagi na ogromną skalę nowych mocy w poliolefinach uruchamianych w tym roku oraz wzrost kosztów wsadu naftowego (wcześniej nie przeniesiono na klientów spadku cen ropy).
- W kontekście przyjętego scenariusza zakładamy repozycjonowanie w portfelach inwestycyjnych w ramach spółek z sektora paliwowego. Zwracamy uwagę, że od dołka cenowego ropy ze stycznia 2016 indeks europejskich spółek rafineryjnych wzrósł o 28%, a globalnych koncernów petrochemicznych o 33%, podczas gdy podmioty E&P w zależności od ekspozycji geograficznej podrożały w tym czasie o 40%-60% (zintegrowane spółki globalne – shale play). Trudno więc uznać, że rynek powszechnie zdyskontował trwały wzrost cen ropy.
- Kluczowe rekomendacje: PKN Orlen (sprzedaj), PGNiG (kupuj).

Chemia

- Ożywienie gospodarcze w Chinach pozytywnie przełożyło się na notowania spółek chemicznych. Obecnie indeksy MSCI Chemicals dla Europy i dla Świata są notowane wyraźnie powyżej swoich trzyletnich prognoz (na wskaźnikach P/E'17 odpowiednio 18,6x oraz 17,9x; EV/EBITDA'17 9,8x oraz 10,0x). Jakakolwiek negatywna informacja odnośnie perspektyw wzrostu w Azji może przełożyć się na gwałtowną korektę notowań.
- Wysoka rejestracja samochodów osobowych w Chinach oraz problemy z transportem kauczuków z Tajlandii wpłynęły w końcu 2017 roku na wzrost cen kauczuków naturalnych oraz relacji butadienu do ropy. Wszystko wskazuje, że wprowadzone w 2015 roku zwolnienia podatkowe na zakup nowych samochodów do 1,6l w Chinach nie będą dalej obowiązywać w 2017 roku. Z drugiej strony eksport z Tajlandii, Indonezji i Malezji odbudowuje się, co powinno przełożyć się wkrótce na korektę cen kauczuków i butadienu. To z kolei będzie negatywnie wpływać na sentyment do Grupy Synthos.
- Słabsze wolumenu eksportowe sody z Chin i wzrost cen na tym rynku sprawiają, że mimo pojawienia się nowych mocy w Europie ceny mogą być bardziej odporne na nową podaż niż wcześniej zakładał rynek. Mimo oczekiwanego spadku wyników Grupy Ciech Spółka notowana jest z dwucyfrowym dyskontem na wskaźnikach P/E'17 oraz EV/EBITDA'17 oraz wypłaca drugi najwyższy wśród spółek porównywalnych DYield.
- Kluczowe rekomendacje: Ciech (akumuluj); Synthos (sprzedaj).

Energetyka

- Po mocnych wzrostach cen energii napędzanych notowaniami węgla pod koniec ubiegłego roku, obecnie kontrakt roczny na rynku niemieckim ustabilizował się w okolicach 30 EUR/MWh, co jest bliskie naszym założeniom bazowym. Szansą na pozytywne zaskoczenie w tym zakresie są ceny węgla, które dzisiaj dyskontują znaczny wzrost podaży z chińskich i amerykańskich kopalni (spread spot-fwd przekracza 20 USD/t).
- Na polskim rynku mamy do czynienia ze stabilizacją cen na rok 2018 na poziomie 160 PLN/MWh (spadek r/r o 6 PLN/MWh), co jest naszym zdaniem zaskoczeniem w kontekście publicznych zapowiedzi PGG i KHW dotyczących podwyżek cen na lokalnym rynku węgla (korelacja z ARA, spadek lokalnych zapasów z uwagi na warunki pogodowe, konieczność uwiarygodnienia planu restrukturyzacji holdingu węglowego po planowanej konsolidacji). Na razie jest jednak za wcześnie, aby

przekreślać podwyżki cen z uwagi na relatywnie niski wolumen obrotu na TGE (obróć na kontrakcie rocznym - 22% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego), perspektywę finalizacji przejęć aktywów Engie i EDF oraz wspomniany proces połączeniowy PGG i KHW.

- Zagrożeniem dla podwyżek cen jest perspektywa zmiany merit order po uruchomieniu nowych mocy w Kozienicach i w Płocku, ale częściowo może być to skompensowane przez planowane wyłączenia i wzrost popytu. Niewiadomą pozostaje reforma ORM i jej wpływ na ceny hurtowe (zawężenie rezerwy do 9% z 18% przy jednoczesnym uwolnieniu cen).
- Nadal naszym bazowym scenariuszem pozostaje niewielki wzrost cen energii napędzany podwyżkami węgla, który będzie sprzyjał grupom zintegrowanym pionowo (zakładamy presję na clean dark spread). Najlepszą ekspozycją jest w tym wypadku Tauron, który będzie intensyfikował produkcję we własnych kopalniach, a jednocześnie nie jest narażony na intensyfikację procesów inwestycyjnych (takie zagrożenie widzimy w Enei i PGE). Dodatkowym katalizatorem dla Tauronu może być dyskusyjna reforma mechanizmu rezerwy zimnej (wzrost kontraktacji powyżej 2 GW).
- Kluczowe rekomendacje: CEZ (kupuj), Tauron (akumuluj), Enea (redukuj).

Telekomunikacja, Media, IT

- W nadchodzących miesiącach operatorzy P4, Orange Polska i T-Mobile zbudują istotną część pokrycia ludności zasięgiem LTE na 800 MHz. Tym samym Cyfrowemu Polsatowi przybędzie konkurencji na rynku Internetu mobilnego na terenach nisko zurbanizowanych, co może osłabić dynamiki parametrów operacyjnych i stanowi ryzyko dla prognozy wyników w kolejnych latach.
- Nowy prezes UKE Marcin Cichy przedstawił swoją wizję rynku. Cichy podał, że jednym z celów, które sobie stawia w kadencji 2016-2021, jest zahamowanie spadku rynku detalicznego. Jego zdaniem, przyczyną tego jest wciąż niska penetracja usługami szerokopasmowymi, będąca konsekwencją niezadowalającego stanu infrastruktury, na co od lat 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 wróćą merytoryczne porozumienia, takie jak to z 2009 r. Chce także wdrożyć model kształtowania stawek FTR.
- Dwa główne ryzyka, które naszym zdaniem wzbudzały negatywny sentyment do sektora telekomunikacyjnego w ciągu ostatnich miesięcy to: (1) ryzyko nałożenia podatku na spółki telekomunikacyjne na wzór węgierski, tj. od zużycia minut przez klientów oraz od infrastruktury oraz (2) ryzyko kolejnego dużego CAPEX-u na częstotliwości 700 MHz, w kontekście super drogiej aukcji 800 MHz. W listopadzie Anna Streżyńska, Minister Cyfryzacji przyznała, że nie ma obecnie pomysłu wprowadzenia podatku od telekomów. Taki plan był rozpatrywany przed wyborami, jako plusem wskazywano wpływy do budżetu. Jednak minusy opodatkowania miały znaczenie dla całego rynku, a w pierwszym rządzie dla klientów. Dlatego podjęto decyzję o braku specjalnego podatku. Z kolei częstotliwości z zakresu 700 MHz będą

najprawdopodobniej rozdysponowane w 2022 r., chyba że operatorzy wcześniej zgłoszą chęć ich zakupu.

- W takim otoczeniu pod względem atrakcyjności inwestycyjnej preferujemy Orange Polska. 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 mogłyby wykonać jedynie kilka dużych firm IT. Chce dać szansę mniejszym firmom. Pieniądze na informatyzację mają być wydawane rozważnie. Minister poinformowała, że obecnie każdy projekt przed akceptacją jest bardzo dokładnie analizowany. Minister stwierdziła, że w poprzedniej unijnej perspektywie budżetowej z lat 2007-13 projekty były wielokrotnie przeszacowane, a efekty ich realizacji są „żałosne”. Dofinansowanie w postaci 4 mld PLN zostało „przeżalone”. 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.
- Zwracamy uwagę na Asseco South Eastern Europe z grupy Asseco Poland. Podmiot jest notowany na atrakcyjnym poziomie EV/EBITDA'16 = 5,6x, płaci DYield = 3,9%, ma dobrą sytuację bilansową, a Zarząd przedstawiła na konferencji po 3Q'16 obiecujący pomysł wydzielenia segmentów w osobne podmioty i koncentrację na obszarze płatności. Do tych planów pochodzimy pozytywnie. Naszym zdaniem sam podział ASEE na części może podnieść wycenę giełdową (spółki zajmujące się płatnościami są notowane na wskaźnikach wyższych niż integratorzy IT). Dodatkowo podoba nam się pomysł rozwoju najbardziej perspektywicznego w całej grupie ASEE elementu czyli płatności (ASEE może wzmocnić pozycję przez przyłączenie DanubePay z Asseco Central Europe i Necomplus z Asseco Western Europe).
- W IT preferujemy Comarch, Atende i Ailleron oraz z grupy Asseco Poland: Asseco South Eastern Europe i Asseco Business Solutions.
- Kluczowe rekomendacje: Orange Polska (kupuj), Cyfrowy Polsat (redukuj), Agora (akumuluj), Comarch (kupuj).

Metale

- Producenci miedzi w 2017 roku będą beneficjentami wyższych cen surowca. Te ostatnie wynikają z obserwowanego w końcu 2016 roku ożywienia gospodarczego w Chinach oraz niższego r/r wydobycia miedzi u największych producentów tj. Chile i Peru.
- Wyższe ceny miedzi oraz zakończenie głównych inwestycji implikują, że 2017 roku może być pierwszym od trzech lat, kiedy KGHM wygeneruje pozytywną wartość wolnego przepływu pieniężnego (FCF). To z kolei może sprawić, że Spółka powróci do regularnych wypłat wysokich dywidend akcjonariuszom.
- Kluczowe rekomendacje: KGHM (akumuluj).

Przemysł

- Do grona naszych top picków na 2017 rok zaliczamy Ergis, Elemental, Pfeiderer Group, Stelmet, Grupę Tarczyński i Uniwheels. Unikilibyśmy akcji Alumetal, Boryszew oraz Kruszwica.
- W 2017 roku spółkom przemysłowym nadal sprzyjać będzie niska wartość PLN do EUR, na czym korzystają będą eksporterzy do krajów Unii Europejskiej. Umacniająca się wartość Rubla oraz obserwowane ożywienie na rynkach wschodnich stanowi szansę dla spółek przemysłowych, które niegdyś posiadały na nich stosunkowo dobrą pozycję i łatwo będzie im ją odbudować (np. Apator, Amica czy Zetkama).
- Największym czynnikiem uszczuplającym wyniki spółek przemysłowych będą rosące koszty produkcji, w tym przede wszystkim pracy i ceny surowców. Spółkom jeszcze trudniej niż w 2017 roku będzie znaleźć odpowiednio wykwalifikowaną siłę roboczą. W przypadku siły roboczej największy wzrost kosztów według nas odczuć mogą Amica, Alumetal, Boryszew, Elemental, Grupa Kęty, Zetkama, czy Uniwheels. Wyższe ceny stali i metali kolorowych odczują prawdopodobnie Amica, Apator, Grupa Kęty, Zetkama, czy Vistal.
- Największego wzrostu r/r skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży oczekivalibyśmy w Elementalu (+47% r/r), Alumetalu (+21% r/r), Kernelu (+21% r/r), Uniwheels (+18% r/r) oraz Tarczyńskim (+12% r/r). Spadku sprzedaży oczekujemy jedynie w przypadku Kruszwica (-1% r/r).
- Oczekujemy, że najdynamiczniej EBITDA rosnąć będzie w Uniwheels (+28% r/r), Zetkamie (+21% r/r), Grupie Pfeiderer (+20% r/r), Elemental (+15% r/r), Apator (+14% r/r), Stelmet (+14% r/r), Tarczyński (+10% r/r). Spadek EBITDA naszym zdaniem zanotują Boryszew (-3% r/r) oraz Kruszwica (-4% r/r).
- Najwyższy DYield w 2017 roku według naszych prognoz wypłaca Grupa Kęty (4,9%), Uniwheels (4,8%), Alumetal (4,7%), Apator (4,2%) oraz Tarczyński (4,1%).
- Obecnie analizowane przez nas spółki przemysłowe są notowane (mediana) na wskaźnikach P/E'16 11,8x oraz EV/EBITDA'16 8,3x. Jest to znacznie niżej niż ma to miejsce w przypadku indeksu MSCI Industrials dla Europy (odpowiednio 16,8x oraz 9,6x) oraz dla Świata (odpowiednio 18,0x oraz 10,9x).
- Kluczowe rekomendacje: Stelmet (akumuluj), Uniwheels (akumuluj).

Budownictwo

- W 2017 r. spółki budowlane będą stopniowo wychodzić z dołka inwestycyjnego, spowodowanego przejściem na finansowanie z nowej perspektywy budżetowej EU oraz zamieszczeniem związanym ze zmianą władzy w Polsce. Na dalszą poprawę koniunktury oraz wzrost wyników spółek liczymy przynajmniej w okresie 2018-2019, szczególnie w obszarze budownictwa infrastrukturalnego.
- Wspomniana poprawa aktywności w sektorze w 2017 r. powinna mieć łagodny charakter z powodu kompletnej zapaści w przetargach publicznych. Pozytywnym skutkiem ubocznym tego zjawiska jest relatywnie niska presja na koszty materiałów i pracy. W 2016 r. GDDKiA nie otwierała dużych przetargów, jedynie podpisując kontrakty, w których oferty cenowe zostały otwarte w 2015 r. W budownictwie kolejowym pierwsze otwarcia ofert w kontraktach finansowanych z nowej perspektywy nastąpiły w 4Q'16. Szacujemy, że dotychczas do generalnych wykonawców trafiło około 40% zleceń w ramach budżetu na lata 2014-2023, określonego na poziomie 107 mld PLN brutto. W przypadku kontraktów kolejowych rozdysponowano około 12% z budżetu w wysokości 67 mld PLN brutto.

- Spółki z sektora budowlanego są wycenione na medianie P/E'17=13,3x oraz EV/EBITDA'17=6,5x. Uważamy, że silniejszym katalizatorem wzrostu niż same wyniki będą przetargi infrastrukturalne. W dotychczas otwieranych postępowaniach przetargowych skuteczność notowanych na GPW wykonawców była bardzo wysoka (Budimex: 25% w drogach i 5% w kolejach, Torpol: >20% w kolejach, Trakcja i ZUE: ok. 15% w kolejach). W przypadku utrzymania tak wysokiej skuteczności w trakcie 2017 r. oczekiwania rynku odnośnie wyników sektora w latach 2018+ wzrosną. Przy naszych obecnych prognozach sektor jest notowany na P/E'18=10,9x oraz EV/EBITDA'18=5,7x.
- Spółki wyspecjalizowane w budownictwie kubaturowym (Unibep, Erbud) zbudowały silne portfele zamówień już na 2017 r. Są one notowane z około 30-procentowym dyskontem na P/E'17 oraz 15% dyskontem na EV/EBITDA'17 względem sektora.
- Ze względu na ryzyko bardzo słabych wyników finansowych w 4Q'16 oraz 1H'17 r., z większą ostrożnością podchodzimy do inwestycji w małe spółki budowlane (Elektrotim, Herkules, Ulma, ZUE). Spodziewamy się, że w trakcie 2017 r. nadarzy się dogodniejszy moment na kupno tych spółek.
- Kluczowe rekomendacje: Unibep (kupuj), Elektrobudowa (kupuj), Budimex (akumuluj), Erbud (akumuluj).

Deweloperzy

- Spółki z sektora deweloperskiego są wycenione na medianie P/BV=0,80x oraz P/E'17=8,5x i P/E'18=8,2x oferując wiele okazji inwestycyjnych. Średni potencjał wzrostu dla pięciu pokrywanych przez nas spółek wynosi 18%. Najatrakcyjniej wycenione są jednak mniej znane spółki z segmentu mieszkaniowego: Lokum, Atal, Archicom, LC Corp (patrz str. 63).
- Sprzedaż mieszkań w 6 największych polskich miastach wzrosła w 2016 r. o 19%, przy jednoczesnym wzroście cen o około 5%. Na przestrzeni ostatnich 4 lat sprzedaż mieszkań wzrosła o około 100%, przy jednoczesnym wzroście cen o 15-20%. Jednocześnie, w powyższym okresie, rynkowa oferta zmalała o 5%. W związku z tradycyjnym przesunięciem efektów bieżącej sprzedaży mieszkań w wyniku finansowym, prognozujemy wzrost oczyszczonego ZN'17 o 17% r/r oraz ZN'18 o 24% r/r. 10 monitorowanych deweloperów mieszkaniowych jest notowanych na medianie DYield w wysokości 5,6% na 2017 r. oraz 6,4% na 2018 r.
- Uważamy, że dobra koniunktura w segmencie mieszkaniowym utrzyma się dzięki wciąż niskim stopom procentowym oraz spodziewanej dalszej poprawie na rynku pracy. Jednocześnie uważamy, że spółki deweloperskie mogą spotkać problemy z uzupełnieniem oferty, co było już widoczne w 2016 r. i znajduje potwierdzenie w danych GUS (spadek liczby rozpoczętych budów przez deweloperów o 1% r/r). Dalsze problemy z podażą przy silnym popycie wytworzyłyby niezwykle korzystne otoczenie konkurencyjne z punktu widzenia najsprawniejszych deweloperów, posiadających szeroki bank ziemi, tymczasem rynek w wycenach deweloperów dyskontuje stopniowe pogorszenie koniunktury.
- W segmencie komercyjnym preferujemy duże spółki (Echo, GTC, Capital Park) względem małych (BBI Development, P.A. Nova). Uważamy, że będą one beneficjentami widocznego już spadku stóp kapitalizacji oraz poprawy sentymentu inwestorów i najemców w stosunku do regionu CEE.
- Kluczowe rekomendacje: Robyg (kupuj), Echo Investment (kupuj), Capital Park (kupuj), Dom Development (akumuluj), GTC (akumuluj).

Handel

- Oczekujemy, że 2017 rok będzie kolejnym okresem wysokiego wzrostu konsumpcji w Polsce. Według szacunków makroekonomicznych mBanku konsumpcja prywatna powinna przyspieszyć do 3,9% w 2017 roku (vs. 3,8% w 2016). Oczekiwany wzrost konsumpcji będzie napędzany przez dalszą redystrybucję środków z programu 500+ oraz wzrost wynagrodzeń. Powyższa tendencja powinna pozytywnie wpłynąć na wyniki raportowane przez spółki działające w branży żywnościowej, odzieżowej i obuwniczej. Naszym zdaniem poprawa warunków makroekonomicznych szczególnie korzystnie wpłynie na wyniki Jeronimo Martins, Eurocash, CCC oraz AmRest.
- Po trzech latach trudnych dla branży spożywczej, na co składała się deflacja koszyka zakupowego oraz inflacja kosztowa, oczekujemy że w 2017 roku wyniki spółek spożywczych powinny być wspierane przez wzrost cen R/R. Zakładamy wzrost średniej inflacji o 1,9% w 2017 roku vs. -0,6% w 2016 roku. Wzrost cen R/R powinien pozytywnie wpływać na sprzedaż porównywalną podmiotów z sektora spożywczego, co powinno w pewnym stopniu pomóc spółkom poprawić rentowność w 2017 roku. Oczekujemy, że na powyższej tendencji skorzysta Eurocash oraz Jeronimo Martins.
- Czynnikiem wspierającym dochód dyspozycyjny konsumentów jest wzrost płac. Przekłada się to jednocześnie na zwiększenie kosztów ponoszonych przez spółki. W 2017 roku dobre wyniki prezentowały spółki o sprawdzonym modelu biznesowym, w których sprzedaż porównywalna/rentowność sprzedaży będą rosły szybciej niż koszty.
- Umocnienie się kursu USDPLN, EURPLN mogą negatywnie wpływać na rentowność spółek prowadzących zakup towarów w USD oraz rozliczających czynsze w EUR. Jednocześnie warto zwrócić uwagę na niską bazę na RUBPLN R/R w 2017 roku oraz wzrost kursu zanotowany w 4Q'16. Powyższa tendencja pozytywnie będzie wpływała na wyniki LPP oraz AmRest.
- Potencjalnym zagrożeniem dla wyników spółek z sektora handlowego/restauracyjnego mogą być nowe regulacje prawne. Wśród zagrożeń możemy wyróżnić: i) wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę; ii) podwyższenie stawki VAT na wyroby gotowe z 5% do 8% (ryzyko dla rentowności spółek restauracyjnych); oraz iii) ryzyko wyznaczenia kary przez Urząd Skarbowy związanej z prowadzonymi kontrolami.
- Kluczowe rekomendacje: Eurocash (kupuj), Jeronimo Martins (akumuluj), AmRest (akumuluj), CCC (akumuluj).

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E		EV/EBITDA	
							2017	2018	2017	2018
Banki										
ALIOR BANK	kupuj	2017-01-27	61,95	71,50	61,95	+15,4%	49,3	12,7		
BZ WBK	redukuj	2017-01-27	355,00	332,34	355,00	-6,4%	15,9	13,1		
GETIN NOBLE BANK	kupuj	2017-01-27	1,68	2,14	1,68	+27,4%	8,9	4,6		
HANDLOWY	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	79,48	+6,9%	18,7	14,7		
ING BSK	redukuj	2017-01-27	167,55	152,39	167,55	-9,0%	14,9	13,2		
MILLENNIUM	trzymaj	2017-01-27	5,93	5,81	5,93	-2,0%	11,3	10,0		
PEKAO	akumuluj	2017-01-27	136,60	146,10	136,60	+7,0%	15,9	15,2		
PKO BP	trzymaj	2017-01-27	31,62	31,20	31,62	-1,3%	13,5	11,9		
KOMERCNI BANKA	akumuluj	2017-01-27	892,60	1 011,37 CZK	892,60	+13,3%	13,2	11,9		
ERSTE BANK	kupuj	2017-01-27	28,60	35,98 EUR	28,60	+25,8%	9,9	8,9		
OTP BANK	trzymaj	2017-01-27	8 950	9 031,25 HUF	8 950	+0,9%	11,2	10,3		
Ubezpieczyciele										
PZU	kupuj	2017-01-27	35,50	44,63	35,50	+25,7%	13,1	9,2		
Usługi finansowe										
KRUK	redukuj	2017-01-27	249,15	219,64	249,15	-11,8%	16,4	14,5		
PRIME CAR MANAGEMENT	kupuj	2017-01-27	34,91	34,91	34,91	+0,0%	10,1	9,1		
SKARBIEC HOLDING	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	29,10	+59,0%	7,3	6,4		
Paliwa, Chemia										
CIECH	akumuluj	2017-01-27	69,03	72,50	69,03	+5,0%	11,4	13,7	6,9	7,5
GRUPA AZOTY	trzymaj	2017-01-26	70,41	73,90	71,60	+3,2%	16,6	15,9	7,7	7,3
LOTOS	redukuj	2016-12-20	40,40	36,27	37,33	-2,8%	11,7	9,1	6,6	4,9
MOL	redukuj	2016-12-20	20 620	18 970 HUF	20 460	-7,3%	12,2	10,4	5,2	4,7
PGNIG	kupuj	2016-12-20	5,30	6,52	5,55	+17,5%	11,9	9,8	4,7	4,1
PKN ORLEN	sprzedaj	2016-12-20	87,17	66,13	81,50	-18,9%	10,1	12,9	6,4	7,1
POLWAX	kupuj	2017-01-13	16,60	25,95	17,87	+45,2%	7,5	7,7	6,2	7,2
SYNTHOS	sprzedaj	2017-01-17	5,30	3,72	5,95	-37,5%	16,4	21,6	10,2	12,1
Energetyka										
CEZ	kupuj	2016-12-06	407,00	496,80 CZK	427,80	+16,1%	14,4	13,9	6,7	6,5
ENEA	redukuj	2017-01-27	10,61	8,81	10,61	-17,0%	6,8	5,8	4,7	3,8
ENERGA	trzymaj	2017-01-27	10,20	9,20	10,20	-9,8%	8,3	7,7	4,6	4,6
PGE	trzymaj	2016-10-04	10,18	10,63	11,04	-3,7%	9,1	8,6	5,1	5,1
TAURON	akumuluj	2016-12-06	2,66	3,03	2,97	+2,0%	5,3	5,1	4,7	4,9
Telekomunikacja										
NETIA	akumuluj	2017-01-27	4,58	4,90	4,58	+7,0%	-	-	4,7	5,1
ORANGE POLSKA	kupuj	2017-01-27	5,46	7,10	5,46	+30,0%	189,5	36,5	4,6	4,4
Media										
AGORA	akumuluj	2017-01-27	12,90	13,90	12,90	+7,8%	-	-	5,9	6,0
CYFROWY POLSAT	redukuj	2017-01-27	24,65	22,30	24,65	-9,5%	16,9	14,1	7,4	7,0
WIRTUALNA POLSKA	akumuluj	2017-01-27	56,60	61,00	56,60	+7,8%	21,7	17,7	12,2	10,3
IT										
ASSECO POLAND	trzymaj	2016-12-19	53,09	57,00	56,60	+0,7%	14,8	14,2	6,5	6,3
CD PROJEKT	sprzedaj	2017-01-26	59,63	43,40	59,51	-27,1%	39,1	38,9	27,9	27,4
COMARCH	kupuj	2016-12-19	172,40	205,00	179,75	+14,0%	18,1	15,3	7,6	7,0
Przemysł i metale										
FAMUR	zawieszona	2016-11-30	4,22	-	4,32	-	-	-	-	-
KERNEL	trzymaj	2017-01-27	76,75	73,90	76,75	-3,7%	5,8	6,2	4,4	4,2
KĘTY	trzymaj	2017-01-27	416,80	387,90	416,80	-6,9%	15,7	16,0	10,9	10,1
KGHM	akumuluj	2017-01-27	122,05	128,64	122,05	+5,4%	8,5	8,4	5,5	5,2
STELMET	akumuluj	2017-01-27	32,30	33,80	32,30	+4,6%	16,6	12,9	10,8	8,6
UNIWHEELS	akumuluj	2017-01-27	236,00	258,00	236,00	+9,3%	10,1	10,0	8,0	8,1
Budownictwo										
BUDIMEX	akumuluj	2017-01-27	217,00	238,40	217,00	+9,9%	13,8	15,5	6,6	8,0
ELEKTROBUDOWA	kupuj	2016-12-22	98,50	146,00	123,40	+18,3%	12,0	12,7	6,3	6,4
ERBUD	akumuluj	2017-01-27	29,50	33,50	29,50	+13,6%	11,9	11,6	4,9	4,7
UNIBEP	kupuj	2017-01-27	10,79	12,80	10,79	+18,6%	9,1	9,4	6,2	6,3
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	6,29	+28,6%	44,9	8,2	121,3	14,0
DOM DEVELOPMENT	akumuluj	2017-01-27	64,94	72,50	64,94	+11,6%	9,8	9,5	7,5	7,4
ECHO	kupuj	2017-01-25	5,69	6,64	5,68	+16,9%	10,4	8,4	12,3	10,4
GTC	akumuluj	2017-01-25	8,65	9,59	8,68	+10,5%	7,5	10,9	10,0	14,1
ROBYG	kupuj	2017-01-27	3,00	3,95	3,00	+31,7%	9,8	6,0	10,9	6,2
Handel										
AMREST	akumuluj	2017-01-27	347,00	367,00	347,00	+5,8%	29,8	22,1	11,8	9,3
CCC	akumuluj	2017-01-27	207,00	219,00	207,00	+5,8%	20,7	16,9	14,7	12,1
EUROCASH	kupuj	2017-01-27	39,90	46,20	39,90	+15,8%	21,9	16,7	10,4	8,4
JERONIMO MARTINS	akumuluj	2017-01-27	15,66	16,90 EUR	15,66	+7,9%	21,4	19,3	10,9	10,1
LPP	trzymaj	2017-01-27	5 370	5 300	5 370	-1,3%	21,3	16,1	11,9	9,5
Inne										
PBKM	kupuj	2016-12-22	53,95	70,00	57,60	+21,5%	9,9	8,2	6,7	5,7
WORK SERVICE	zawieszona	2016-12-06	10,17	-	10,15	-	-	-	-	-

**Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu**

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Alior Bank	kupuj	kupuj	71,50	2017-01-27
BZ WBK	redukuj	trzymaj	332,34	2017-01-27
Capital Park	kupuj	trzymaj	8,09	2017-01-25
CD Projekt	sprzedaj	sprzedaj	43,40	2017-01-26
Ciech	akumuluj	trzymaj	71,30	2017-01-23
Echo	kupuj	trzymaj	6,64	2017-01-25
Elemental	zawieszona	kupuj	-	2017-01-27
Erste Bank	kupuj	kupuj	35,98 EUR	2017-01-27
Getin Noble Bank	kupuj	kupuj	2,14	2017-01-27
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	73,90	2017-01-26
GTC	akumuluj	trzymaj	9,59	2017-01-25
Handlowy	akumuluj	trzymaj	85,00	2017-01-27
ING BSK	redukuj	sprzedaj	152,39	2017-01-27
KGHM	akumuluj	zawieszona	121,08	2017-01-17
Komercni Banka	akumuluj	akumuluj	1011,37 CZK	2017-01-27
LW Bogdanka	zawieszona	sprzedaj	-	2017-01-27
Millennium	trzymaj	kupuj	5,81	2017-01-27
OTP Bank	trzymaj	redukuj	9031,25 HUF	2017-01-27
Pekao	akumuluj	trzymaj		2017-01-27
PKO BP	trzymaj	kupuj	31,20	2017-01-27
Polwax	kupuj	kupuj	25,95	2017-01-13
RBI	zawieszona	trzymaj	-	2017-01-27
Stelmet	akumuluj	-	33,40	2017-01-12
Synthos	sprzedaj	sprzedaj	3,72	2017-01-17
Vistal	zawieszona	trzymaj	-	2017-01-27

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	5,4%	1	3,3%
redukuj	7	12,5%	4	13,3%
trzymaj	10	17,9%	6	20,0%
akumuluj	18	32,1%	9	30,0%
kupuj	18	32,1%	10	33,3%

Zmiany rekomendacji w Strategii inwestycyjnej

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Agora	akumuluj	kupuj	13,90	2017-01-27
AmRest	akumuluj	kupuj	367,00	2017-01-27
Boryszew	niedoważaj	równoważ	-	2017-01-27
Budimex	akumuluj	akumuluj	238,40	2017-01-27
CCC	akumuluj	trzymaj	219,00	2017-01-27
Ciech	akumuluj	akumuluj	72,50	2017-01-27
Cyfrowy Polsat	redukuj	redukuj	22,30	2017-01-27
Dom Development	akumuluj	kupuj	72,50	2017-01-27
Elemental	przeważaj	zawieszona	-	2017-01-27
Enea	redukuj	trzymaj	8,81	2017-01-27
Energa	trzymaj	akumuluj	9,20	2017-01-27
Erbud	akumuluj	kupuj	33,50	2017-01-27
Eurocash	kupuj	akumuluj	46,20	2017-01-27
Jeronimo Martins	akumuluj	trzymaj	16,90 EUR	2017-01-27
Kernel	trzymaj	akumuluj	73,90	2017-01-27
Kęty	trzymaj	trzymaj	387,90	2017-01-27
KGHM	akumuluj	akumuluj	128,64	2017-01-27
Kruk	redukuj	trzymaj	219,64	2017-01-27
LPP	trzymaj	trzymaj	5 300,00	2017-01-27
LW Bogdanka	zawieszona	sprzedaj	-	2017-01-27
Netia	akumuluj	akumuluj	4,90	2017-01-27
Orange Polska	kupuj	kupuj	7,10	2017-01-27
Prime Car Management	kupuj	kupuj	34,91	2017-01-27
PZU	kupuj	kupuj	44,63	2017-01-27
Robyg	kupuj	kupuj	3,95	2017-01-27
Skarbiec Holding	kupuj	kupuj	46,28	2017-01-27
Stelmet	akumuluj	akumuluj	33,80	2017-01-27
Unibep	kupuj	kupuj	12,80	2017-01-27
Uniwheels	akumuluj	akumuluj	258,00	2017-01-27
Vistal	równoważ	zawieszona	-	2017-01-27
Wirtualna Polska	akumuluj	akumuluj	61,00	2017-01-27

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)

EBIT – zysk operacyjny

EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE – wartość księgowa

WNDB – wynik na działalności bankowej

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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

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

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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 świadczył, 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 27 stycznia 2017 o godzinie 13:00.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 27 stycznia 2017 o godzinie 13:00.

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

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

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Opono, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokotów, 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.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

Zestawienie zmian rekomendacji dokonanych w Strategii inwestycyjnej znajduje się na stronie 13 niniejszego opracowania.

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

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

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

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

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy
AGORA

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-10-05	2016-05-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	12,90	10,65	12,94	11,45
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 900,66	46 430,16	44 294,89

ALIOR BANK

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-05-24	2016-04-15	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	61,95	55,40	70,40	60,20
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	46 042,23	48 285,21	44 294,89

ALUMETAL

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2016-08-22	2016-06-16	2016-02-03
kurs z dnia rekomendacji	63,61	54,65	49,65
WIG w dniu rekomendacji	47 536,72	44 916,52	43 563,88

AMICA

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2016-06-16	2016-02-03
kurs z dnia rekomendacji	186,00	167,50
WIG w dniu rekomendacji	44 916,52	43 563,88

AMREST

rekomendacja	akumuluj	kupuj	redukuj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-12-19	2016-09-16	2016-05-06	2016-04-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	347,00	287,70	252,00	220,00	208,50	188,50
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	51 115,26	47 198,39	46 430,16	47 790,29	44 294,89

APATOR

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2016-11-28	2016-07-20
kurs z dnia rekomendacji	27,96	28,99
WIG w dniu rekomendacji	48 579,08	46 251,65

ARCHICOM

rekomendacja	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-01-10	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	15,24	15,24
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63	48 651,28

ASSECO POLAND

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2016-12-19	2016-09-26	2016-05-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	53,09	57,25	57,69	56,50
WIG w dniu rekomendacji	51 115,26	47 865,78	46 430,16	44 294,89

ATAL

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	27,77
WIG w dniu rekomendacji	48 651,28

BBI DEVELOPMENT

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2017-01-10	2016-11-09
kurs z dnia rekomendacji	0,87	0,86
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63	48 127,63

BORYSZEW

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2017-01-27	2016-05-19
kurs z dnia rekomendacji	11,20	5,35
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	46 609,83

BSC DRUKARNIA

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	33,05
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23

BUDIMEX

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-10-05	2016-08-10	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	217,00	207,00	178,40	174,00
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 900,66	48 260,19	44 294,15

BZ WBK

rekomendacja	redukuj	trzymaj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-08-03	2016-07-05	2016-05-06	2016-04-06	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	355,00	301,25	262,30	257,05	295,55	297,50	260,20
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 031,70	44 294,15	46 430,16	47 790,29	46 448,27	44 294,89

CAPITAL PARK

rekomendacja	kupuj	trzymaj
data wydania	2017-01-25	2016-04-06
kurs z dnia rekomendacji	6,30	6,55
WIG w dniu rekomendacji	53 988,51	47 790,29

CCC

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	redukuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-08-03	2016-07-01	2016-05-06	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	207,00	184,00	159,65	169,00	147,30	124,40
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 031,70	44 748,53	46 430,16	46 448,27	44 294,89

CD PROJEKT

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-01-26	2016-08-03	2016-06-02	2016-05-06	2016-04-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	59,63	34,00	26,30	24,59	25,85	23,09
WIG w dniu rekomendacji	55 484,56	47 031,70	44 700,67	46 430,16	47 790,29	44 294,89

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

CEZ

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

CIECH

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-01-27	2017-01-23	2016-11-16	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	69,03	62,70	60,85	80,00
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	53 573,28	47 579,82	44 294,89

COMARCH

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2016-12-19	2016-08-16
kurs z dnia rekomendacji	172,40	166,00
WIG w dniu rekomendacji	51 115,26	48 631,44

CYFROWY POLSAT

rekomendacja	redukuj	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-01-27	2016-09-13	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	24,65	24,25	21,99
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	46 756,18	44 294,89

DOM DEVELOPMENT

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-05-30	2016-01-28
kurs z dnia rekomendacji	64,94	54,40	49,47
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	46 634,55	43 236,46

ECHO

rekomendacja	kupuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-01-25	2016-04-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5,69	6,52	5,77
WIG w dniu rekomendacji	53 988,51	47 790,29	44 294,89

ELEKTROBUDOWA

rekomendacja	kupuj
data wydania	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	98,50
WIG w dniu rekomendacji	51 223,85

ELEKTROTIM

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2016-09-12	2016-08-12	2016-07-14
kurs z dnia rekomendacji	12,22	14,63	16,08
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14	48 675,96	45 017,78

ELEMENTAL

rekomendacja	przeważaj	zawieszona	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2017-01-27	2016-06-13	2016-01-08
kurs z dnia rekomendacji	3,81	3,81	3,50	4,06
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	55 560,23	45 348,20	44 195,91

ENEA

rekomendacja	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-01-27	2016-10-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	10,61	8,45	11,50
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 399,32	44 294,89

ENERGA

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj	zawieszona	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-01-27	2016-12-06	2016-10-04	2016-03-16	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	10,20	8,19	7,40	13,30	13,11	13,48
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	49 647,48	47 399,32	47 114,63	46 448,27	44 294,89

ERBUD

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-02-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	29,50	25,95	25,95
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	43 563,88	44 294,89

ERGIS

rekomendacja	przeważaj	równoważ
data wydania	2016-09-28	2016-05-19
kurs z dnia rekomendacji	5,75	4,33
WIG w dniu rekomendacji	47 278,65	46 609,83

ERSTE BANK

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	28,60 EUR	26,17 EUR
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	44 294,89

EUROCASH

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2017-01-27	2016-11-04	2016-10-05	2016-04-18	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	39,90	37,40	43,00	55,77	53,74
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 899,61	47 900,66	48 095,43	44 294,89

FAMUR

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	kupuj
data wydania	2016-11-30	2016-04-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	4,22	2,57	1,75
WIG w dniu rekomendacji	48 199,38	47 790,29	44 294,89

FORTE

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2016-07-20	2016-05-19
kurs z dnia rekomendacji	64,97	66,94
WIG w dniu rekomendacji	46 251,65	46 609,83



Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

GETIN NOBLE BANK

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	1,68	1,38
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	44 294,89

GRUPA AZOTY

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-01-26	2016-08-30	2016-06-07	2016-06-02	2016-02-02	2016-01-05
kurs z dnia rekomendacji	70,41	64,79	72,00	68,20	104,00	96,30
WIG w dniu rekomendacji	55 484,56	47 427,99	45 582,80	44 700,67	44 294,89	45 356,65

GTC

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

HANDLOWY

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	kupuj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-01-27	2016-10-05	2016-07-05	2016-06-02	2016-05-20	2016-05-06	2016-04-06	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	79,48	78,08	68,38	72,57	75,29	72,69	85,85	84,41	74,46
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 900,66	44 294,15	44 700,67	45 751,68	46 430,16	47 790,29	46 448,27	44 294,89

HERKULES

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2016-10-11	2016-01-11
kurs z dnia rekomendacji	3,79	3,75
WIG w dniu rekomendacji	48 027,79	43 770,51

ING BSK

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-01-27	2016-10-05	2016-08-03	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	167,55	146,90	134,50	121,45	111,00
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 900,66	47 031,70	46 448,27	44 294,89

JWC

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2016-11-09	2016-01-28
kurs z dnia rekomendacji	4,50	4,05
WIG w dniu rekomendacji	48 127,63	43 236,46

JERONIMO MARTINS

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-12-06	2016-10-05	2016-04-18	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	15,66 EUR	14,67 EUR	16,01 EUR	14,76 EUR	13,08 EUR
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	49 647,48	47 900,66	48 095,43	44 294,89

KERNEL

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-01-27	2016-11-15	2016-03-07	2016-01-26
kurs z dnia rekomendacji	76,75	57,70	54,90	42,80
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 539,85	46 482,03	43 202,95

KETY

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-01-27	2016-07-01	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	416,80	318,90	281,75
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	44 748,53	44 294,89

KGHM

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	zawieszona	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-01-27	2017-01-17	2016-12-06	2016-08-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	122,05	110,00	91,84	78,20	56,26
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	53 706,41	49 647,48	47 031,70	44 294,89

KOMERCNI BANKA

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-01-27	2016-11-04	2016-09-29	2016-06-02	2016-05-06	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	892,60 CZK	891,50 CZK	834,90 CZK	948,00 CZK	4 624,0 CZK	4 942,0 CZK	5 239,0 CZK
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 899,61	47 317,71	44 700,67	46 430,16	46 448,27	44 294,89

KRUK

rekomendacja	redukuj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-01-27	2016-08-03	2016-06-16	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	249,15	219,10	189,95	187,50	168,70
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 031,70	44 916,52	46 448,27	44 294,89

KRUSZWICA

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2016-05-19	2016-02-03
kurs z dnia rekomendacji	62,99	48,85
WIG w dniu rekomendacji	46 609,83	43 563,88

LC CORP

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2014-03-06
kurs z dnia rekomendacji	1,67
WIG w dniu rekomendacji	52 216,05

LOKUM DEWELOPER

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	13,32
WIG w dniu rekomendacji	48 651,28

LOTOS

rekomendacja	redukuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2016-12-20	2016-04-19	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	40,40	28,09	25,63
WIG w dniu rekomendacji	51 129,31	48 195,06	44 294,89

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

LPP

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj	redukuj
data wydania	2017-01-27	2016-11-04	2016-08-29	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5369,90	5615,00	4549,15	5410,50
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 899,61	47 456,36	44 294,89

LW BOGDANKA

rekomendacja	zawieszona	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2017-01-27	2016-08-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	66,99	52,00	31,33
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 031,70	44 294,89

MANGATA

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2016-10-26	2016-07-20
kurs z dnia rekomendacji	112,55	109,95
WIG w dniu rekomendacji	48 459,91	46 251,65

MILLENNIUM

rekomendacja	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5,93	5,20
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	44 294,89

MOL

rekomendacja	redukuj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2016-12-20	2016-04-19	2016-04-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	20 620 HUF	16 420 HUF	220,50	198,00
WIG w dniu rekomendacji	51 129,31	48 195,06	47 790,29	44 294,89

NETIA

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-01-27	2016-06-08	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	4,58	5,05	5,56
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	46 365,69	44 294,89

ORANGE POLSKA

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-11-16	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5,46	5,23	6,43
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 579,82	44 294,89

OTP BANK

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-01-27	2016-10-05	2016-04-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	8 950,0 HUF	7 498,0 HUF	6 900,0 HUF	6 155,0 HUF
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 900,66	47 790,29	44 294,89

PA NOVA

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-09-12
kurs z dnia rekomendacji	25,89
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14

PBKM

rekomendacja	kupuj
data wydania	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	53,95
WIG w dniu rekomendacji	51 223,85

PEKAO

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	redukuj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2017-01-27	2016-08-03	2016-07-05	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	136,60	124,75	129,65	156,70	139,40
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 031,70	44 294,15	46 448,27	44 294,89

PFLIEDERER GROUP

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-02-03
kurs z dnia rekomendacji	23,00
WIG w dniu rekomendacji	43 563,88

PGE

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2016-10-04	2016-06-02	2016-05-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	10,18	12,35	12,95	13,55
WIG w dniu rekomendacji	47 399,32	44 700,67	46 430,16	44 294,89

PGNIG

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2016-12-20	2016-12-06	2016-07-27	2016-06-02	2016-05-06	2016-04-19	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5,30	5,20	5,50	5,13	4,92	5,10	5,04
WIG w dniu rekomendacji	51 129,31	49 647,48	46 905,60	44 700,67	46 430,16	48 195,06	44 294,89

PKN ORLEN

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	redukuj	trzymaj
data wydania	2016-12-20	2016-04-19	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	87,17	71,18	64,73	61,43
WIG w dniu rekomendacji	51 129,31	48 195,06	46 448,27	44 294,89

PKO BP

rekomendacja	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	31,62	24,84
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	44 294,89

POLNORD

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-01-11
kurs z dnia rekomendacji	13,40
WIG w dniu rekomendacji	43 770,51

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy
POLWAX

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-13	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	16,60	15,70
WIG w dniu rekomendacji	53 650,94	44 294,89

PRIME CAR MANAGEMENT

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	34,91	35,10
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	44 294,89

PZU

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	35,50	32,33
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	44 294,89

RBT

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-12-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	21,31 EUR	17,14 EUR	11,32 EUR
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	49 647,48	44 294,89

ROBYG

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-10-28	2016-01-28
kurs z dnia rekomendacji	3,00	2,93	2,83
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	48 651,28	43 236,46

RONSON

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2016-10-28	2016-08-12
kurs z dnia rekomendacji	1,34	1,54
WIG w dniu rekomendacji	48 651,28	48 675,96

SKARBIEC HOLDING

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	29,10	27,00
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	44 294,89

STELMET

rekomendacja	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-01-27	2017-01-12
kurs z dnia rekomendacji	32,30	31,00
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	53 709,33

SYGNITY

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2013-02-05
kurs z dnia rekomendacji	16,80
WIG w dniu rekomendacji	46 556,55

SYNTHOS

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-01-17	2016-11-04	2016-07-05	2016-03-15	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5,30	4,57	3,54	3,66	3,96
WIG w dniu rekomendacji	53 706,41	47 899,61	44 294,15	47 299,51	44 294,89

TARCZYŃSKI

rekomendacja	przeważaj	równoważ	zawieszona
data wydania	2016-05-19	2016-02-02	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	12,60	13,00	13,00
WIG w dniu rekomendacji	46 609,83	44 294,89	44 294,89

TAURON

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

TORPOL

rekomendacja	przeważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2016-09-12	2016-08-12	2016-07-14
kurs z dnia rekomendacji	10,68	10,80	9,81
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14	48 675,96	45 017,78

TRAKCJA

rekomendacja	przeważaj	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2016-09-12	2016-08-12	2016-03-08	2016-01-11
kurs z dnia rekomendacji	11,80	12,31	12,60	12,30
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14	48 675,96	46 843,48	43 770,51

ULMA

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-12-12
kurs z dnia rekomendacji	63,50
WIG w dniu rekomendacji	50 693,75

UNIBEP

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-12-06	2016-11-04	2016-09-06	2016-02-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	10,79	10,00	10,85	11,79	9,89	9,89
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	49 647,48	47 899,61	47 980,57	43 563,88	44 294,89

UNIWHEELS

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-10-19	2016-07-21	2016-04-13	2016-01-12
kurs z dnia rekomendacji	236,00	205,00	149,60	147,95	121,00
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 436,67	46 504,82	47 351,22	43 241,06

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

VANTAGE DEVELOPMENT

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-01-10	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	3,30	2,79
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63	48 651,28

VISTAL

rekomendacja	równoważ	zawieszona	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2017-01-27	2016-11-25	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	9,00	9,00	9,90	8,00
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	55 560,23	48 824,83	44 294,89

WIRTUALNA POLSKA

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-11-18	2016-06-02	2016-01-28
kurs z dnia rekomendacji	56,60	54,00	46,00	36,37
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	46 910,91	44 700,67	43 236,46

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

ZUE

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2016-11-07	2016-09-12	2016-08-12	2016-05-11
kurs z dnia rekomendacji	8,55	8,19	8,18	8,10
WIG w dniu rekomendacji	47 610,85	47 326,14	48 675,96	46 178,72

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 Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@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