

wtorek, 2 lutego 2016 | opracowanie cykliczne

Rynek akcji w 2016: strategia inwestycyjna

Rynek akcji, makroekonomia

Nasza ubiegłoroczna strategia zakładała optymistyczny scenariusz dla rynku akcji w Polsce. Co poszło nie tak? Do końca kwietnia WIG20 zwyżkował o 13%. W kolejnych miesiącach dalsze spowolnienie w Chinach, umacnianie się USD i spadek cen surowców wpłynęły na dalsze pogarszanie się sytuacji gospodarczej rynków wschodzących, a w efekcie odpływ kapitału portfelowego obniżając wyceny różnych klas aktywów. Lokalnie, nieoczekiwane zwycięstwo w majowych wyborach prezydenckich A. Dudy i wzrost wyników sondażowych PiS uruchomiły licytacje wyborcze kluczowych partii – pośrednio uderzające w sytuację fundamentalną spółek z GPW (słabsze zachowanie GPW vs. MSCI EM od października).

Od wielu lat przygotowując prognozę roczną nie mieliśmy tak niestabilnej sytuacji: 1) geopolitycznej (konflikty na Bliskim Wschodzie, Ukrainie, kryzys imigracyjny w Europie, nasilenie trendów separatystycznych w UE); 2) politycznej w kraju (zmiany polityczne/gospodarcze, których zwieńczeniem jest m.in. obniżenie ratingu przez S&P, obawy o dalszą przyszłość OFE) czy 3) ekonomicznej (FED podwyższa stopy procentowe przy słabnącej gospodarce i wysokich oczekiwaniach co do wzrostu EPS, nadal niestabilna sytuacja w Chinach, pomimo teoretycznie nieograniczonych narzędzi stymulacyjnych). Czynniki te powodują skrócenie horyzontu inwestycyjnego i dużą zmienność na rynkach. Naszym zdaniem ten trend utrzyma się w kolejnych miesiącach.

Obok, tradycyjnie co roku wymienianego, ryzyka gospodarki chińskiej niepokoi słabnące tempo wzrostu gospodarki amerykańskiej, ze szczególnym uwzględnieniem przemysłu. ISM Manufacturing znajdujące się kolejny miesiąc poniżej 49 pkt, spadek wartości nowych zamówień i wykorzystania mocy produkcyjnych, szybki wzrost spreadów HY Bonds i rosnące prawdopodobieństwo bankructw w sektorze wydobywczym, przy silnym USD – momentum makro słabnie, a wraz z nim rośnie prawdopodobieństwo dalszego obniżania prognoz wyników spółek. Naszym zdaniem po lutym/marcu – na fali pogarszającej się sytuacji w amerykańskich przedsiębiorstwach (obniżki ratingów/bankructwa) – indeksy ponownie wejdą w falę spadkową z zasięgiem dla S&P500 nawet do 1600 pkt. To sprowokuje FED do reakcji, wstrzymania dalszych podwyżek i uruchomienia kolejnego programu skupu aktywów.

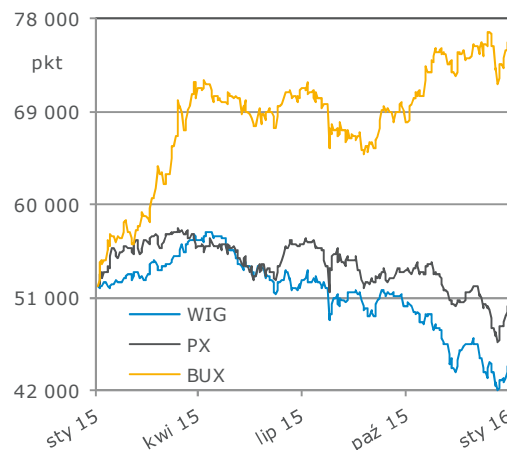
Akcje na GPW w pierwszym półroczu nadal będą znajdować się pod presją sytuacji na rynkach zagranicznych (ryzyka: USA, Chiny) oraz silnego wpływu polityki na wyceny dużych spółek. Naszym zdaniem gros ryzyk lokalnych zostało już przez inwestorów zdyskontowanych, dlatego biorąc pod uwagę dobre perspektywy makro (3,5% wzrost PKB) WIG20 nie powinien już zachowywać się słabiej niż MSCI EM. Przynajmniej w najbliższych kilku miesiącach małe i średnie spółki powinny nadal zachowywać się lepiej niż duże, tym bardziej, że ich wyceny powinny wspierać transakcje przejęć. W kolejnych miesiącach nie oczekujemy istotnej podaży nowych ofert na GPW.

Według prognoz makroekonomistów główną siłą napędową polskiej gospodarki w 2016 roku będzie konsumpcja prywatna, wspierana solidnym rynkiem pracy i polityką fiskalną Rządu oraz sprzedażą na rynki zagraniczne. Najciekawszymi spółkami, które naszym zdaniem dają ekspozycję na taki scenariusz są: 1) eksporterzy: Alumetal, Amica, UNIWHEELS, Ergis; 2) handel: Jeronimo Martins, AmRest; 3) deweloperzy: LC Corp, Robyg, Dom Development (pośrednio Unibep); 4) media: Wirtualna Polska. W perspektywie najbliższych miesięcy – przy nadal dużej niepewności – lepiej od rynku powinny zachowywać się spółki wypłacające wysokie dywidendy: PZU, Asseco Poland, Energa, Elektrotim, Netia, Robyg, Dom Development. W sektorze finansowym w 1H'16 preferujemy banki zagraniczne (Erste, OTP Bank) oraz Kruka.

W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że cena ropy naftowej na koniec roku powróci do poziomu 50 USD, co będzie efektem dopasowania po stronie podaży (bankructwa/redukcja wydobycia). Przy stabilizacji sytuacji gospodarczej Chin to powinno również stymulować napływ kapitału do funduszy surowcowych, a w efekcie wzrost cen metali przemysłowych i szlachetnych.

WIG 44 295
Średnie P/E 2015 13,4
Średnie P/E 2016 11,2
Średni dzienny obrót (3M) 757 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

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

Spis treści

1. Rynek akcji	4
2. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	13
3. Statystyki rekomendacji	14
4. Finanse	16
4.1. Alior Bank	16
4.2. BZ WBK	17
4.3. Getin Noble Bank	18
4.4. Handlowy	19
4.5. ING BSK	20
4.6. Millennium	21
4.7. Pekao	22
4.8. PKO BP	23
4.9. Komercni Banka	24
4.10. Erste Bank	25
4.11. RBI	26
4.12. OTP Bank	27
4.13. PZU	28
4.14. Kruk	29
4.15. Prime Car Management	30
4.16. Skarbiec Holding	31
5. Paliwa, chemia	32
5.1. Ciech	32
5.2. Grupa Azoty	33
5.3. Lotos	34
5.4. MOL	35
5.5. PGNiG	36
5.6. PKN Orlen	37
5.7. Polwax	38
5.8. Synthos	39
6. Energetyka	40
6.1. CEZ	40
6.2. Enea	41
6.3. Energa	42
6.4. PGE	43
6.5. Tauron	44
7. Telekomunikacja	45
7.1. Netia	45
7.2. Orange Polska	46
8. Media	47
8.1. Agora	47
8.2. Cyfrowy Polsat	48
8.3. Wirtualna Polska	49
9. IT	50
9.1. Asseco Poland	50
9.2. CD Projekt	51
10. Górnictwo i metale	52
10.1. KGHM	52
10.2. LW Bogdanka	53
11. Przemysł	54
11.1. Elemental	56
11.2. Famur	57
11.3. Kernel	58
11.4. Kęty	59
11.5. Kopex	60
11.6. UNIWHEELS	61
11.7. Vistal	62
12. Budownictwo	63
12.1. Budimex	64
12.2. Elektrobudowa	65
12.3. Erbud	66
12.4. Unibep	67
13. Deweloperzy	68
13.1. Capital Park	69

13.2. Dom Development.....	70
13.3. Echo Investment.....	71
13.4. GTC.....	72
13.5. Robyg.....	73
14. Handel.....	74
14.1. AmRest.....	74
14.2. CCC.....	75
14.3. Eurocash.....	76
14.4. Jeronimo Martins.....	77
14.5. LPP.....	78
15. Inne.....	79
15.1. Work Service.....	79

Rynek akcji

Wielu znanych ekonomistów i strategów twierdzi, że występująca obecnie na rynkach kumulacja czynników geopolitycznych, politycznych i ekonomicznych nie miała precedensu od bardzo dawna. Niespotykane dotychczas w historii działania banków centralnych powodują, że przy próbie prognozowania trendów bazowanie jedynie na wskaźnikach ekonomicznych, wskaźnikach wyceny mijają się z celem. Dla przykładu:

1) Czy wiszcząca nad gospodarką amerykańską fala bankructw w sektorze wydobywczym i związane z tym konsekwencje dla innych przemysłów oraz banków zostanie zażegnana przez kolejne niestandardowe działania FED?

2) Czy Chiny zdecydują się na dewaluację juana – rozpoczynając kolejną wojnę walutową?

Bez odpowiedzi na te i inne fundamentalnie ważne pytania prognozowanie wydarzeń z wyprzedzeniem kilku miesięcy jest obciążone bardzo dużym ryzykiem błędu, dlatego inwestorzy powinni skoncentrować się na bardziej krótkoterminowym horyzoncie inwestycji.

Geopolityka z coraz większym wpływem na rynki finansowe – nadal wysoka nieprzewidywalność

Kiedy w globalnej gospodarce trwa okres prosperity, polityka – nawet jeśli trwają lokalne konflikty – nie przekłada się istotnie na rynki finansowe. Jednakże od lat 80. napięcie geopolityczne i nowe zarzewia konfliktów nie wpływały tak znacząco na sytuację na rynkach finansowych jak obecnie, tym bardziej że rosnącym wydatkom zbrojeniowym towarzyszy coraz słabszy wzrost gospodarczy przy wysokim poziomie zadłużenia. W tym kontekście formułowane obecnie prognozy makro czy dla rynków, przy niekorzystnym rozwoju wydarzeń politycznych są obciążone dużym ryzykiem, a to dodatkowo wpędza inwestorów w strach przed powtórką roku 2008/9. **Główne obszary ryzyka to:**

1) **Napięcie polityczne w regionie Zatoki Perskiej**, m.in. pomiędzy regionalnymi mocarstwami (Arabia Saudyjska wspierana przez USA a Iranem będącym w strefie wpływów Rosji i Chin), postępująca radykalizacja strategii Turcji.

2) Rosnące **znaczenie ruchów narodowościowych i separacyjnych**, tj. narastający podział w Europie, problem migracyjny eskaluje zjawisko, a kolejna fala uchodźców może prowadzić do zamknięcia granic poszczególnych państw czy też wzrostu obciążeń fiskalnych, pod koniec roku możliwe referendum ws. Brexit, kolejna runda rozmów UE-Grecja.

3) **Nierozstrzygnięty konflikt na Ukrainie** – trwa kruche zawieszenie broni.

4) Rosnące **napięcie w obszarze basenu Morza Wschodniocchińskiego** – aspiracje mocarstwowe Chin, które borykając się z gospodarką mogą mieć problem zapanowania nad sytuacją wewnętrzną w kraju – kolejne prowokacje w relacjach z USA czy Japonią stwarzają stan zagrożenia zewnętrznego, który pomaga panować nad społeczeństwem (analogicznie do polityki Putina w Rosji).

5) **Wpływ spadku cen surowców i umocnienia USD wpędza w recesję gospodarki wschodzące** (np. Brazylia, Rosja, Wenezuela) – rośnie ryzyko, że w 2016 r. dojdzie do restrukturyzacji zadłużenia któregoś z nich (zadłużenie sektora niefinansowego w krajach EM bez Chin wzrosło z 73% w 2007 do blisko 86% w 2015 przy jednoczesnym wzroście kosztu obsługi zadłużenia z 6,3% do 8%).

6) Rosnący **radykalizm w Afryce** (RPA, Kamerun) – kolejne Państwo Islamskie?

Eskalacja wymienionych czynników geopolitycznych będzie negatywnie wpływać na rynki finansowe. Należy jednak pamiętać, że rok 2016 to rok wyborów w USA. Patrząc na sondaże wyborcze można np. zarysować scenariusz w którym zwycięstwo w wyborach odniesie ekscentryczny Donald Trump (rosnące poparcie w sondażach). Analizując jego dotychczasowe wypowiedzi mogłoby to oznaczać szybkie porozumienie się z Putinem – Zachód odpuszcza Ukrainę i uznaje ją za strefę wpływów Rosji (akceptacja aneksji Krymu, Donbas strefą neutralną, wspólne działania w Syrii i regionie), a Rosja przywraca handel z Zachodem (Francja, Niemcy, Włochy tylko czekają na takie rozstrzygnięcie sytuacji). Zażegnanie konfliktu Rosja-NATO osłabia pozycję Chin. Rynki finansowe przyjąłby taki scenariusz jako pozytywny.

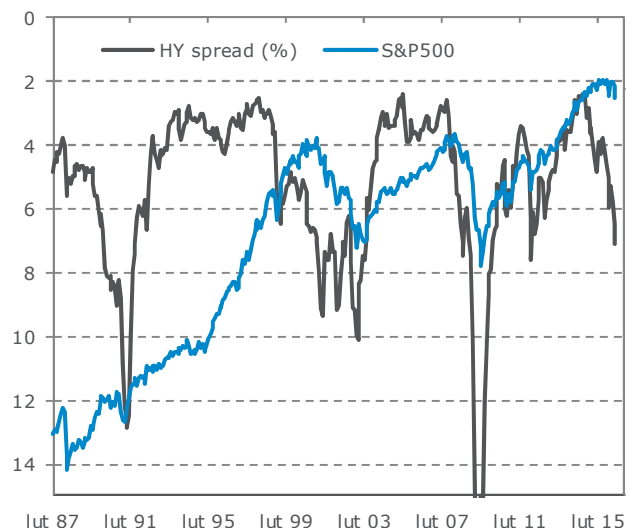
Ryzyka w gospodarce USA

W roku 2015 a szczególnie w pierwszym półroczu gospodarka amerykańska na tle gospodarki światowej pozostawała „oazą spokoju”, co pomimo słabości gospodarek EM utrzymywało globalny sentyment do akcji na neutralnym poziomie. Ostatnie miesiące to jednak wyraźna zmiana oczekiwań (obniżki prognoz wzrostu PKB) i obniżenie poziomu akceptacji ryzyka.

Główne czynniki to:

1) Spadek cen surowców do poziomów znacząco niższych niż zakładane w biznesplanach procesów inwestycyjnych zwiększa **ryzyko fali bankructw w sektorze wydobywczym** i energetycznym, co w konsekwencji przełoży się na inne sektory. Na poniższym wykresie wyraźnie widać, że historycznie znaczący wzrost spreadów obligacji śmieciowych poprzedzał silny ruch spadkowy na indeksie. Wartość obligacji HY wyemitowanych w USA to obecnie ok. 260 mld USD (blisko 2% PKB) w stosunku do 150 mld USD w 2007 roku.

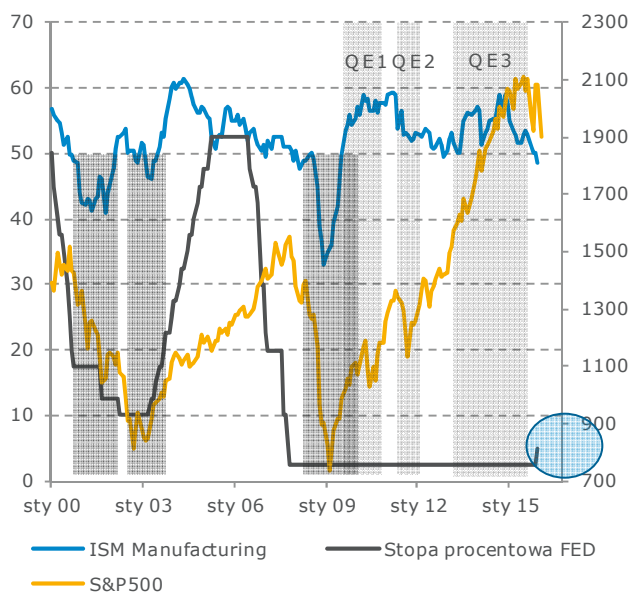
Rentowność HY vs. S&P500



Źródło: Bloomberg

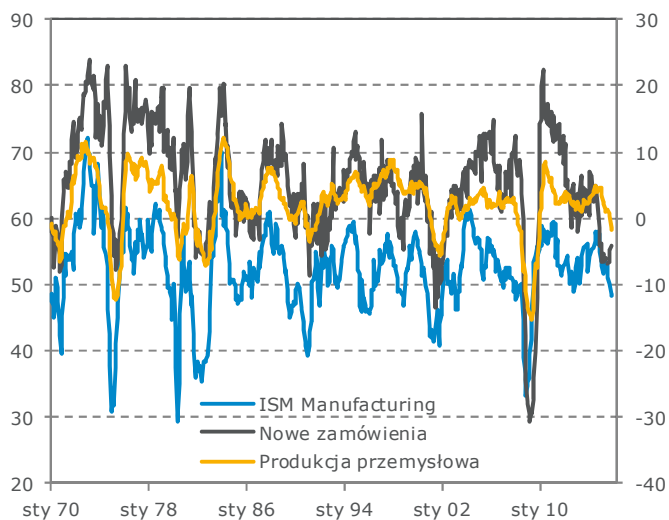
2) Spadek aktywności w przemyśle już widoczny na wskaźnikach wyprzedzających i nowych zamówieniach, gospodarce amerykańskiej przeszkadza również silny USD. Analizując ostatnie dane można postawić tezę, że przemysł amerykański już wszedł w recesję.

S&P500 na tle ISM Manufacturing oraz stop procentowych FED i programów QE



Źródło: Bloomberg

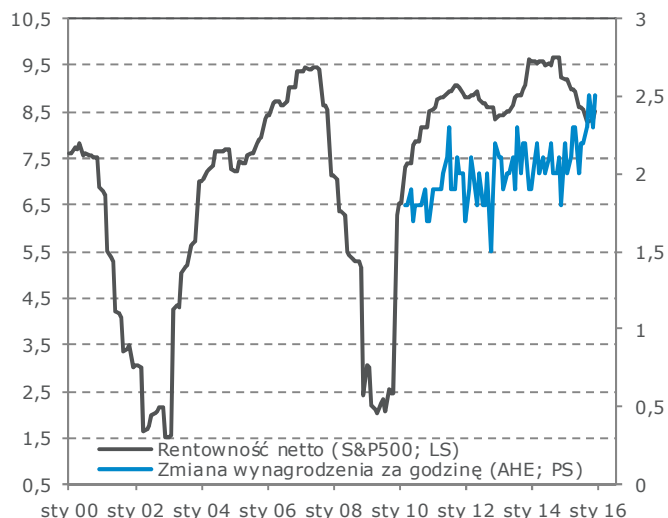
Dynamika produkcji przemysłowej i nowe zamówienia



Źródło: Bloomberg

3) **Rosnące oczekiwania płacowe przy historycznie wysokich marżach przedsiębiorstw...** Dynamika wzrostu wynagrodzeń przyspieszyła, nadal jednak pozostaje poniżej poziomów, które zwiastowały początek recesji w gospodarce. Tym niemniej dalszy wzrost będzie negatywnie wpływał na wyniki spółek, które najprawdopodobniej już osiągnęły szczyt marż w tym cyklu koniunkturalnym.

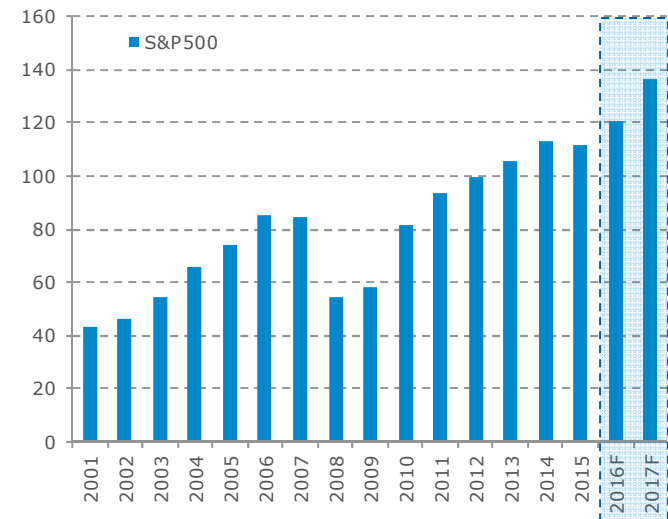
Dynamika wzrostu wynagrodzeń AHE r/r vs. marża wyniku netto dla spółek z S&P500



Źródło: Bloomberg

4) ... przy nadal wysokich oczekiwaniach co do wyników spółek (**momentum obniżania prognoz** nadal przed nami). Konsensus prognoz zysku na akcję dla S&P500 zakłada wzrost z 112 USD w 2015 r. do 121 USD w 2016 r. W świetle rosnącego ryzyka dalszych obniżek prognozy PKB taki wynik wydaje się być zbyt optymistyczny. Czołowe zespoły analityczne zaczynają obniżać prognozy w okolicie 116-119 USD na akcję. Tendencję potwierdzają raporty spółek za 4Q, w których często zamieszczone są ostrzeżenia o pogarszających się perspektywach biznesowych.

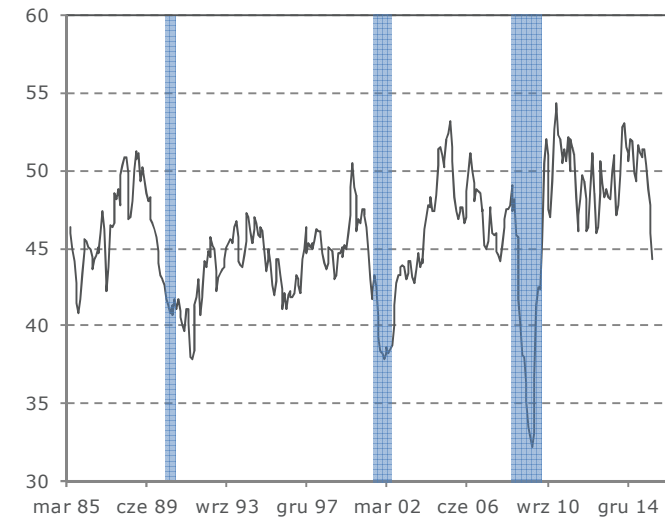
Zysk na akcję dla S&P500



Źródło: Bloomberg

5) **Wzrost zapasów** w relacji do sprzedaży (bez ropy naftowej) do 1,4x (1,35x w 2013 roku) będzie negatywnie wpływał na poziom bieżącej produkcji. Na wysoki poziom zapasów wskazuje również ISM Manufacturing.

ISM Manufacturing Inventories (3M avg)

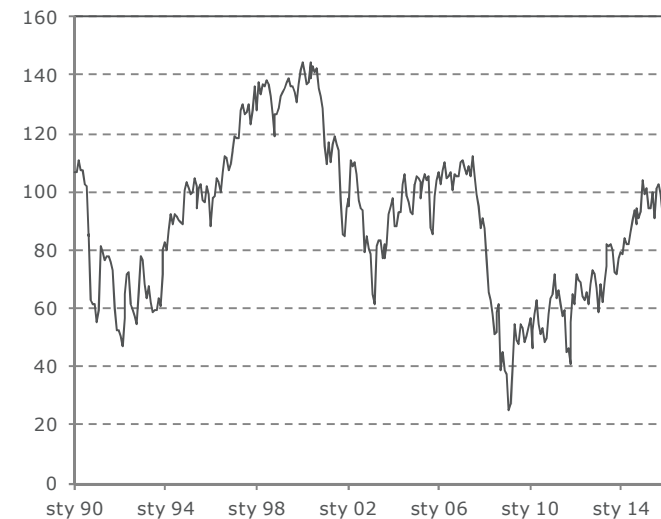


Źródło: Bloomberg

Jakie pozytywy mogą zmienić tak negatywne nastawienie inwestorów? Dlaczego to tylko głębsza korekta, a nie armagedon?

1) 2016 to **rok wyborów prezydenckich** – statystycznie (11 na 13 ostatnich lat wyborczych) były to lata wzrostu S&P500 – w końcowej fazie wyborów kandydaci składają obietnice wyborcze wspierające sentyment konsumentów, który pomimo ostatnich spadków nadal oscyluje na wysokim poziomie.

Conference Board

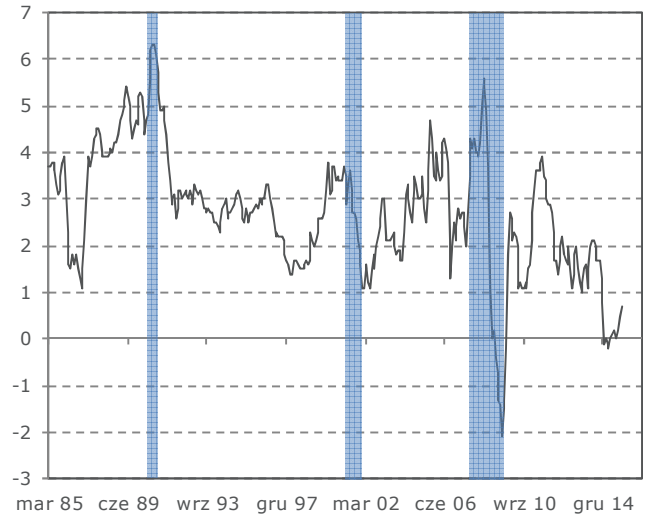


Źródło: Bloomberg

2) FED rozpoczął cykl podwyżek stóp procentowych i trudno zakładać, żeby w perspektywie roku zmienił nastawienie (oczekiwania na kolejną podwyżkę przesuwały się już na połowę roku, a w drugim półroczu są wybory), może jednak powrócić do **skupu aktywów – wspierającego wyceny akcji**. QE4 i obserwowane spowolnienie gospodarki powinno osłabić USD, co byłoby pozytywne dla przemysłu. Uważamy jednak, że dopóki spadki na giełdzie nie przeniosą się na ryzyko większych turbulencji w gospodarce, FED nie podejmie żadnych działań. W krótkim okresie „kontrolowany” spadek indeksów, a więc zmniejszenie presji na powstanie bańki spekulacyjnej po 7 latach wzrostu indeksu jest korzystne z punktu widzenia długoterminowej polityki realizowanej przez FED.

3) Gros recesji w USA i Europie zaczynało się od wzrostu inflacji, a w konsekwencji zacieśniania polityki monetarnej. Obecnie inflacja pozostaje na niskim poziomie, a polityka FED pomimo ostatniej podwyżki pozostanie bardzo ekspansywna.

CPI na tle recesji

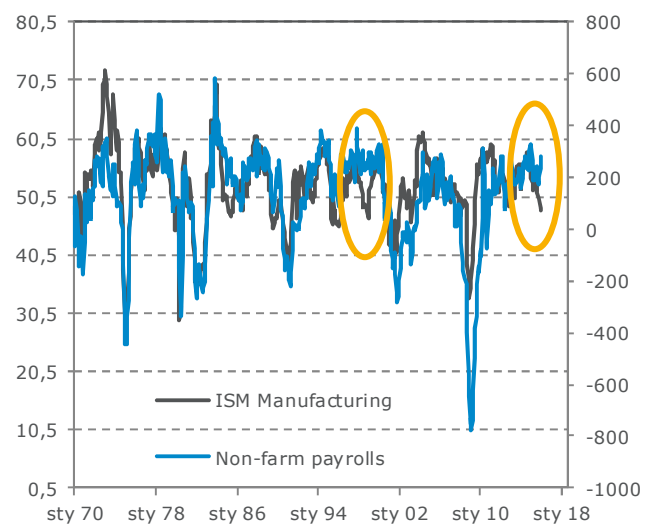


Źródło: Bloomberg

4) **Dobre dane z rynku pracy** – w samym grudniu zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło o 292 tys., a w listopadzie o 252 tys. Duża część wzrostu zatrudnienia pochodzi z budownictwa (+45 tys. w grudniu) oraz administracji wspierającej i usług (+58 tys.). Stopa bezrobocia pozostaje na niskim poziomie 5%, poprawiają się wskaźniki partycypacji.

Tu jednak zwracamy uwagę na fakt, że spadkowi wartości wskaźników wyprzedzających nie towarzyszy spadek zatrudniania, co w ostatnich kilkudziesięciu latach miało miejsce jedynie w połowie lat 90.

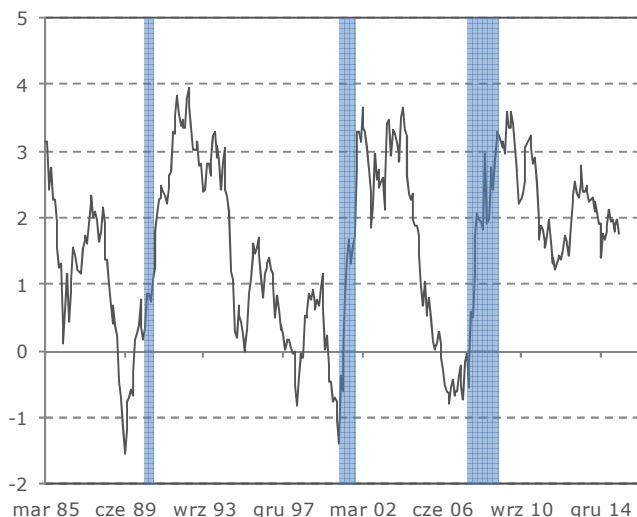
Non-farm payrolls na tle ISM Manufacturing



Źródło: Bloomberg

5) Recesja zaczynała się kiedy **Yield curve** był odwrócony, co obecnie nie ma miejsca i nie oczekujemy, żeby to nastąpiło w perspektywie 2 lat.

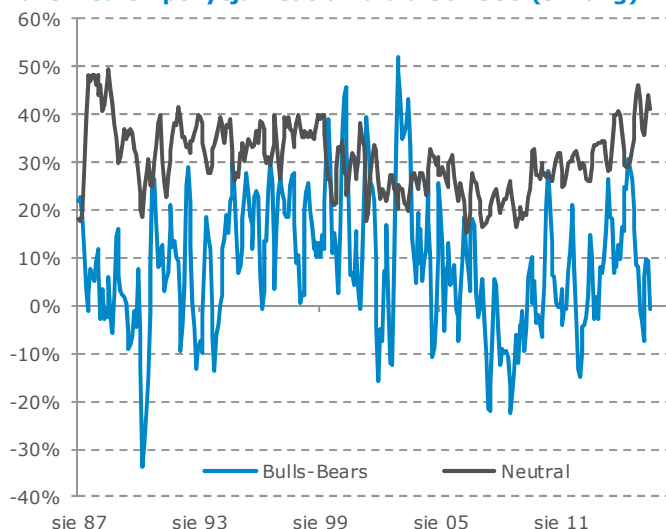
Rentowność obligacji 10Y minus stopa FED Funds



Źródło: Bloomberg

6) Na koniec stycznia sondażowe badanie sentymentu wśród inwestorów wskazywało, że 40% negatywnie ocenia perspektywę rynku akcji, 30% jest optymistami, a 30% nie ma zdania.

Bulls-Bears i pozycja neutralna dla S&P500 (3M avg)



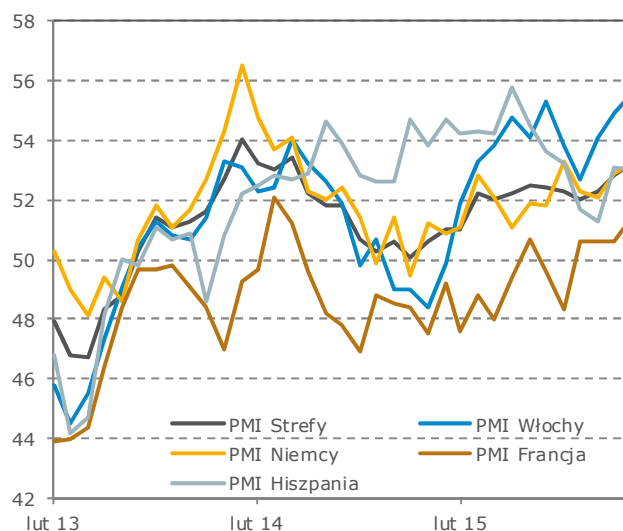
Źródło: Bloomberg

W ostatnich tygodniach przewagę ponownie zdobyli pesymiści, przy czym w tej pozycji (bulls-bears) obserwujemy wysoką zmienność odczytów (zakładamy, że ci inwestorzy zajęli już pozycję w krótkim okresie). Patrząc na średnie 3-miesięczne poziomy wskaźnika wyraźnie widać, że odsetek inwestorów z neutralną pozycją rośnie od 2009 roku. Sugeruje to, że jeżeli rynek określi się co do kierunku to włączenie się „neutralnych” powinno powodować wykreowanie dłuższego trendu.

Pozytywne momentum makro w Europie

Otoczenie zewnętrzne dla polskiej gospodarki jest neutralne. Pomimo, że rynki wschodnie nadal znajdują się w strefie recesyjnej to wzrost gospodarczy w strefie euro wyniesie w br. 1,6-1,7% w stosunku do 0,8% średniej dynamiki w poprzednich 4 latach. Wskaźniki wyprzedzające zarówno dla przemysłu, jak i usług nadal potwierdzają, że gospodarka europejska rośnie.

PMI w przemyśle w strefie euro



Źródło: Bloomberg

Z wyjątkiem Grecji i Portugalii rentowności papierów skarbowych pozostają na stabilnym (niskim) poziomie. W wymienionych krajach w ostatnich dwóch miesiącach ponownie nasiliły się obawy o poziom zadłużenia i dynamikę wzrostu gospodarczego.

Ostatnie deklaracje szefa ECB Mario Draghiego wskazują, że bank centralny nie zawaha się, żeby rozszerzyć program skupu aktywów czy wprowadzić inne formy ekspansji monetarnej. Obecnie rynkom wystarcza sama deklaracja gotowości.

Sytuacja makroekonomiczna w Polsce wspierająca dla rynku akcji

W 2015 roku inwestorzy na GPW koncentrowali swoją uwagę bardziej na czynniku politycznym niż na sytuacji makro czy też na bieżących wynikach spółek. Naszym zdaniem podobnie będzie wyglądało również pierwsze półrocze 2016 roku. Prezes Kaczyński zapowiedział, że proces „porządkowania” państwa powinien zakończyć się do końca czerwca. Do tego czasu utrzyma się wysoka zmienność rynku, który będzie „karmiony” różnymi projektami zarówno w obszarze polityki (relacje z UE, a w tym kontekście ryzyko sankcji ze strony KE z zamrożeniem funduszy strukturalnych oraz ryzyko dalszych obniżek ratingów), makro (podatki, ustawa frankowa, wiek emerytalny, kwota wolna od podatku, przyszłość OFE), jak również mikro (dokończenie zmian w RN i zarządach spółek, określenie strategii spółek – szczególnie w zakresie surowców i energetyki, różne koncepcje łączenia/dzielenia spółek). Jeżeli termin zostanie dotrzymany to w kolejnych miesiącach inwestorzy powrócą do wyceny fundamentów spółek i prognoz makro – a te dla Polski są optymistyczne.

Główne tezy na poziomie makro/polityka na 2016 rok:

1) **Dynamika wzrostu PKB wyniesie 3,5%**. Głównymi motorami wzrostu gospodarki będzie popyt konsumpcyjny (+3,5/4%) – stymulowany dobrą sytuacją na rynku pracy (ponad 3% wzrost wynagrodzeń, 8,7% stopa bezrobocia vs. 9,6% w grudniu 2015) oraz pakietem fiskalnym Rządu (program 500+, płaca minimalna 1850 PLN, minimalna stawka godzinowa w umowach na zlecenie 12 PLN/h, prawdopodobnie zwiększona kwota wolna od podatku) – a także wzrost eksportu, co będzie efektem osłabienia PLN i dalszego ożywienia w strefie euro.

Rząd zapowiada, że program 500+ wejdzie w życie od kwietnia br. Według naszych makroekonomistów gospodarstwa domowe zostaną zasilone kwotą 17,3 mld PLN w 2016 roku i 23 mld PLN w 2017, co stanowi „odczuwalny” komponent popytu indywidualnego.

2) W pierwszej połowie roku duża niepewność związana z ryzykiem politycznym i regulacyjnym, a także wstrzymanie projektów w energetyce będą **ograniczać wzrost inwestycji** prywatnych (poprawa możliwa w 2H'16). Spowolni również dynamika wykorzystania środków UE. Największy spadek będzie obserwowany w inwestycjach samorządów (30 największych miast -25% r/r), co jest efektem zakończenia programów poprzedniej perspektywy UE i okresu wzmocnionych wydatków w roku wyborczym 2014. Tego zmniejszenia nie zrównoważą rosnące wydatki z budżetu centralnego (dobrze wyglądają projekty drogowe, a na kolei dalsze opóźnienia).

3) Polityka fiskalna Rządu zakłada odejście od dotychczasowego celu dla deficytu budżetowego na poziomie 1,2% PKB do 3%. Przy zakładanej przez naszych makroekonomistów ścieżce wzrostu PKB na poziomie 3,5% w roku 2018 relacja długu do PKB ustabilizuje się na poziomie 53%. Jednak scenariusz spadku tempa wzrostu do 2% i utrzymania deficytu budżetowego na niezmiennym poziomie oznacza szybki przyrost poziomu zadłużenia (powyżej 60% w 2020). Przy założeniu zwiększonych wydatków fiskalnych w roku 2016 Rząd nie powinien mieć problemu z finansowaniem budżetu (m.in. podatek bankowy, przesunięte wpływy z aukcji LTE), problem pojawia się jednak w roku 2017 – tym bardziej jeżeli rząd wprowadzi kolejne „reformy” (m.in. obniżenie wieku emerytalnego).

4) W związku z odpływem kapitału i osłabieniem PLN, RPP **nie będzie obniżała stóp procentowych**. W ostatnich miesiącach roku oczekiwane jest przejście do deflacji do inflacji, co będzie efektem m.in. niskiej bazy 4Q'15, wzrostu cen żywności i usług oraz wpływu na ceny oczekiwanego wzrostu cen surowców).

5) Rząd uporządkuje relacje z UE na tyle, że w ramach toczącej się procedury praworządności nie dojdzie do sankcji gospodarczych w postaci zawieszenia wypłaty środków

unijnych. Nie można wykluczyć, że KE nałoży na Polskę restrykcje polityczne, jednak naszym zdaniem nie dotkną one sfery ekonomicznej. Jednocześnie nie można wykluczyć, że przepływ funduszy może z kolei opóźnić się w wyniku zamierzonych działań administracji UE.

6) W związku z dosyć komfortową sytuacją budżetu w naszym bazowym scenariuszu **nie zakładamy dalszego demontażu OFE** – przynajmniej w roku 2016. Argumentem przemawiającym za takim założeniem jest dalsze zaostrzenie konfliktu w KE i agencjami ratingowymi gdyby Rząd przeprowadził zawłaszczenie oszczędności zgromadzonych w OFE. Rząd będzie raczej próbował się „układać”. Tylko w scenariuszu negatywnym dla sytuacji makro (recesja na rynkach bazowych) uważamy, że Rząd (wykorzystując argument w postaci niskiej stopy zwrotu – wcześniej walnie przyczyniając się do tego) nie zawaha się, aby sięgnąć po aktywa OFE. Przypominamy, że od kwietnia do końca lipca Polacy ponownie będą decydować, czy część składki od wynagrodzenia trafi do ZUS czy do OFE. Jeżeli na GPW nie dojdzie do wyraźnego odbicia cen, słabe stopy zwrotu (w relacji do optymistycznych zapisów księgowych w ZUS) mogą skłonić kolejne osoby do przejścia do systemu publicznego. To z jednej strony zmniejsza napływ kapitału poprzez fundusze na giełdę, a z drugiej daje Rządowi argument polityczny do likwidacji systemu w obecnym kształcie. Jeszcze raz podkreślamy, że naszym zdaniem – tylko w sytuacji pogorszenia koniunktury gospodarczej.

7) Poprawie sytuacji na rynku pracy towarzyszy rosnąca powoli, ale systematycznie presja płacowa. Z raportu NBP wynika, że odsetek firm planujących podwyżki jest najwyższy od 2009 roku. Przedsiębiorcy coraz częściej wskazują na problemy ze znalezieniem pracowników. Z ostatnich danych wynika, że w końcu 2015 roku na 100 bezrobotnych przypadło 80 ofert pracy, a dla porównania jeszcze w połowie 2014 roku było to zaledwie 30. Między rokiem 2013 a 2015 lukę podaży siły roboczej wypełnili cudzoziemcy (głównie Ukraińcy), których liczba zarejestrowanych jako zatrudnieni wzrosła z 200 do 800 tys. Oznacza to, że coraz więcej firm będzie odczuwało negatywny wpływ wzrostu płac na rentowność operacyjną.

Nasilenie procesów M&A

Nadal tani pieniądź oraz spadek cen akcji małych i średnich spółek notowanych na GPW/NewConnect będzie okazją dla inwestorów branżowych i portfelowych (private equity) do przejęć. W 2016 roku oczekujemy zwiększenia liczby ogłaszanych wezwań – zapowiedzią tego trendu był styczeń (Magellan, Duon, Quantum, Epigon). Ze względu na niepewne otoczenie polityczne strategiczni inwestorzy zagraniczni – przynajmniej w pierwszym półroczu – raczej nie będą aktywni na tym polu. Poniżej prezentujemy listę spółek, które naszym zdaniem są potencjalnym celem takich działań.

Potencjalne cele M&A

Spółka	Komentarz
BBI Dev.	Duże dyskonto do NAV (0,35x BV), rozdrobniony akcjonariat, potencjalnie dochodowe projekty, zapotrzebowanie na kapitał.
Berling	Spółka notowana 9,6x P/E'16 i 4,5x EV/EBITDA'16, ponad 30 mln PLN gotówki na koncie (40% bieżącej kapitalizacji).
ES System	18 mln PLN gotówki netto na koncie (15% kapitalizacji).
Kruszwica	Spółka posiada więcej gotówki netto na bilansie niż wynosi kapitalizacja free-float.
LC Corp	Rozważana sprzedaż pakietu kontrolnego przez głównego akcjonariusza.
Netia	Dwóch graczy mobilnych (P4 i CPS) nie posiada nogi stacjonarnej, rosnąca liczba ofert konwergentnych (fixed + mobile) na rynku.
Oponeo	Obecnie platformy internetowe sprzedają opon są wykupywane przez producentów opon po przychodach.
Orzeł Biały	Opcja przeprowadzenia skupu akcji własnych w formie wezwania, spółka jest wyceniana 0,4x wartość księgową.
Polnord	Brak inwestora strategicznego, duże dyskonto do NAV (0,38x BV), potencjalna podaż ze strony PKO BP i BGK.
Pozbud	Dwie części biznesu są nieformalnie na sprzedaż (budowlanka + fabryka okien i drzwi).
Robyg	Brak inwestora strategicznego, aktywne poszukiwania inwestora przez zarząd.
Ronson	Możliwy powrót większościowych akcjonariuszy do idei sprzedaży pakietu kontrolnego.
Sygnity	Istotny spadek kursu (ponad 40% w ciągu ostatniego roku), pomimo że grupa zdobyła wiele kontaktów.
Vantage Dev.	Niska wycena (0,5x BV), dynamiczna poprawa wyników w najbliższych latach.
Wandalex	Spółka wyceniana 4-3x EBITDA, płaci 6-7% Dyield, niezadłużona.

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Oslabienie PLN – kto zyskuje, a kto traci?

1,7% osłabienie PLN w relacji do EUR i 4,3% w stosunku do USD, jakie miało miejsce w ostatnich 6 miesiącach, będzie istotnie wpływało na wyniki spółek notowanych na GPW. Przy nadal obserwowanym ożywieniu gospodarczym w strefie euro w przypadku eksporterów należy oczekiwać wzrostu wolumenów (większa konkurencyjność cenowa) lub wzrostu marży operacyjnej. W przeciwieństwie importerzy – w krótkim okresie nie będą w stanie przełożyć na klienta zwiększonej ceny sprowadzanych towarów, co zmniejszy ich rentowność. Pozostaje jeszcze grupa spółek zadłużonych w walutach obcych.

Ryzyko polityczne oraz przecena walut na rynkach wschodzących to główne powody osłabienia PLN. Pierwszy kwartał raczej nie przyniesie w tym względzie zmiany, jednak prognozy makroekonomistów mBanku zakładają, że w kolejnych miesiącach PLN powróci do trendu aprecjacyjnego. Niedowartościowanie złotówki względem fundamentów szacowane jest przez nich na 20%. Prognoza roczna, którą przyjmujemy również w naszych modelach wycen spółek zakłada, że na koniec 2016 roku PLN umocni się do EUR do poziomu 4,25, a do USD do 3,86.

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

Wrażliwość spółek na osłabienie złotego względem walut obcych

Wrażliwość na osłabienie PLN względem USD

Pozytywna	bardzo silna	PKN Orlen (dolarowa marża brutto)
	bardzo silna	CD Projekt (Stany Zjednoczone to największy rynek gier wideo)
	bardzo silna	Ursus (85 mln USD kontraktów eksportowych w portfelu zamówień)
	silna	Ciech (70 mln USD operacyjnej ekspozycji netto)
	umiarkowana	Asseco Poland (46% w Formula Systems)
	umiarkowana	Synthos (10-15% sprzedaży denominowane w USD; 5-10% kosztów w PLN)
umiarkowana	Grupa Azoty (10-15% sprzedaży denominowane w USD; 20% koszty stałe w PLN)	

Negatywna	bardzo silna	LPP (spółka rozlicza około 90% COGS w USD)
	bardzo silna	Monnari (spółka rozlicza około 80% COGS w USD)
	silna	PGNiG (zakup gazu częściowo kompensowany przychodami z E&P)
	silna	CCC (około 50% COGS jest rozliczane w USD)
	silna	Ferro (import podzespołów z Chin w USD)
	umiarkowana	Lotos (dług w USD kompensowany ekspozycją w przychodach)
	umiarkowana	Vistula (około 30% COGS jest rozliczane w USD)
	umiarkowana	Bytom (około 20% COGS jest rozliczane w USD)
umiarkowana	Aparator (około 30 mln PLN kosztów w USD)	

Wrażliwość na osłabienie PLN względem EUR

Pozytywna	bardzo silna	Ciech (100 mln EUR operacyjnej ekspozycji netto)
	bardzo silna	UNIWHEELS (osłabienie PLN o 10% = wzrost wyniku o 3 mln EUR)
	bardzo silna	GTC (ok. 470 mln EUR aktywów netto wycenianych w EUR)
	bardzo silna	Echo Investment (ok. 450 mln EUR aktywów netto wycenianych w EUR)
	bardzo silna	Capital Park (ok. 220 mln EUR aktywów netto wycenianych w EUR)
	silna	Alumetal (60% eksportu do UE)
	silna	Forte (80% eksportu do UE)
	silna	Zetkama (60% eksportu do UE)
	silna	Amica (40-50% eksportu do UE)
	silna	Ergis (50% eksportu do UE)
Negatywna	umiarkowana	Asseco Poland (ze względu na spółki zależne w Czechach, Niemczech i w Hiszpanii)
	umiarkowana	Synthos (40% sprzedaży denominowane w EUR; 5-10% kosztów w PLN)
	umiarkowana	Grupa Azoty (30% sprzedaży denominowane w EUR; 20% koszty stałe w PLN)
	silna	PGNiG (zakup gazu częściowo kompensowany przychodami z E&P)
	silna	Jeronimo Martins (67% sprzedaży jest denominowane w PLN)
	silna	Gino Rossi (50% COGS w Gino Rossi i ok. 40% w Simple, większość kosztów czynszów jest rozliczane w EUR)
	umiarkowana	PKN Orlen (dług w EUR kompensowany ekspozycją w przychodach)
	umiarkowana	LPP (większość kosztów czynszów jest rozliczane w EUR)
	umiarkowana	CCC (większość kosztów czynszów jest rozliczane w EUR)
	umiarkowana	Vistula (większość kosztów czynszów jest rozliczane w EUR)
umiarkowana	Bytom (większość kosztów czynszów jest rozliczane w EUR)	
umiarkowana	Monnari (większość kosztów czynszów jest rozliczane w EUR)	
umiarkowana	Agora (czynsze za kina Helios w EUR)	
umiarkowana	Orange Polska (kupuje sprzęt w EUR)	
umiarkowana	Cyfrowy Polsat (kupuje sprzęt w EUR + zakup kontentu dla telewizji w EUR)	

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Sektory w 2016

Finanse

- Wprowadzenie podatku bankowego od skorygowanej sumy aktywów, a także ogłoszenie przez BFG opłat na 2016 rok realizuje większość obaw inwestorów odnośnie środowiska operacyjnego polskiego sektora bankowego w 2016 roku. Niemniej jednak, rynek nadal oczekuje na finalny projekt ustawy CHF. Obecna propozycja restrukturyzacyjna (przedłożona przez kancelarię Prezydenta RP) oczekuje na opinię KNF, w której zawarte mają być szacunkowe koszty ustawy dla sektora. Nasze szacunki wskazują na całkowity koszt na poziomie około 42 mld PLN co byłoby według wypowiedzi Ministra Finansów zbyt dużym obciążeniem dla sektora do poniesienia. Wskazuje to, że ustawa zostanie zmodyfikowana przez PiS poprzez np. wprowadzenie kryterium dochodowego, a co za tym idzie znaczącego ograniczeniem jej negatywnych skutków. Podtrzymujemy nasz pogląd, że potencjalna restrukturyzacja będzie miała niski wpływ na sektor bankowy, a może spowodować zniesienie buforów kapitałowych nałożonych na banki przez KNF w 4Q'15. Niemniej jednak szacujemy, że cały proces powinien zająć około 6 miesięcy co sprzyjać będzie negatywnemu sentymentowi do polskiego sektora bankowego. Jednocześnie, w 2016 roku oczekujemy znaczącej poprawy wyników sektora (przed specjalnym podatkiem finansowym) dzięki wzrastającej marży odsetkowej, dobrej jakości aktywom oraz dyscyplinie kosztowej. W drugiej połowie roku lub w przypadku szybszego przedłożenia ustawy CHF rekomendujemy przeważanie PKO BP, Banku Millennium oraz Alior Banku.
- Z polskiego sektora finansowego rekomendujemy także przeważanie PZU oraz Kruka. Uważamy, że sentyment do PZU powinien znacząco się poprawić dzięki materializacji ryzyka politycznego oraz utrzymaniu polityki dywidendowej, zaś dla Kruka – dzięki rosnącemu rynkowi wierzycielności dodatkowo wspartego przez bardziej zintensyfikowaną sprzedaż kredytów po stronie banków (optymalizacja bilansu w odpowiedzi na podatek finansowy).
- Zagraniczny sektor bankowy notuje systematyczną poprawę. Uważamy, że w 2016 roku najatrakcyjniej prezentuje się Erste Bank, który nie posiada bezpośredniej ekspozycji na Rosję, Ukrainę czy Polskę, a jest beneficjentem ożywienia w Rumunii czy na Węgrzech. Z drugiej strony, OTP Bank podtrzymuje oczekiwania odnośnie znaczącego wzrostu rentowności w kolejnych latach, co wskazuje na wysoką dynamikę zysków. Dodatkowo, Węgry liczą na podwyższenie ratingu kraju w 2016 roku, co powinno dodatkowo wspomóc sentyment. Zagrożeniem dla naszych prognoz może być pogorszenie się sytuacji ekonomicznej w Rosji (dla OTP Bank i RBI) czy wybory parlamentarne w Rumunii, które sprzyjać mogą populistycznym obietnicom (Erste, RBI oraz OTP).
- Kluczowe rekomendacje: Erste Bank (kupuj), OTP Bank (akumuluj), PKO BP (kupuj), Bank Millennium (kupuj) oraz Kruk (akumuluj) i PZU (kupuj).

Paliwa

- Oczekujemy odbicia cen ropy, co powinno być efektem dostosowań po stronie podaży, zarówno tych wynikających z nieoptymalności wydobycia (drastyczne cięcia CAPEX na złożach niekonwencjonalnych, redukcje planów inwestycyjnych zagranicznych inwestorów w Iraku), jak i decyzji politycznych (OPEC). Dodatkowym katalizatorem wzrostu notowań w takim scenariuszu będzie rekordowy poziom krótkich spekulacyjnych pozycji na kontraktach. Spodziewamy się, że ze względu na

relacje substytucji ceny gazu w Europie powinny odbić wraz z ropą naftową.

- Rosnące ceny surowca powinny wywierać negatywny wpływ na marże rafineryjne, nie tylko poprzez wzrost kosztu zużyć własnych, ale także poprzez presję na marże produktowe z uwagi na słabnący efekt elastyczności cenowej popytu. Dodatkowo oczekujemy dalszego wzrostu eksportu diesla z Chin, co będzie utrzymywać niskie marże na tym paliwie.
- W przypadku petrochemii negatywna wrażliwość na wzrost cen ropy może być jeszcze większa, gdyż w 2015 r., wykorzystując napiętą sytuację po stronie podaży, producenci w bardzo małym stopniu przenieśli na klientów spadek kosztów wsadu naftowego.
- Kluczowe rekomendacje: MOL (kupuj).

Chemia

- Na rynku sody obserwujemy coraz większą presję ze strony chińskiego eksportu. Na razie w Europie udało się jeszcze wynegocjować symboliczne podwyżki, ale na rynku afrykańskim i azjatyckim ceny spadły. W kolejnych kwartałach te tendencje mogą przybierać na sile z uwagi na perspektywę oddawania nowych mocy w latach 2016-17 (Turcja, Wietnam, Iran).
- W 2016 roku producenci nawozów korzystać będą z istotnie niższych r/r cen gazu ziemnego. O ile w końcówce 2015 roku ceny mocznika i amoniaku znajdowały się pod presją, to ceny nawozów saletrzanych nie spadały. W 2016 roku oczekujemy, że większe spadki cen nawozów dotyczyć będą RSM (efekt konkurencji z Rosji) oraz nawozów wieloskładnikowych (efekt spadku koniunktury w Ameryce Łacińskiej). Spółki nawozowe powinny zwiększyć wyniki w 2016 roku.
- Największymi wyzwaniem dla Synthosu na 2016 rok jest spadek koniunktury w Chinach i Ameryce Łacińskiej, które dotychczas notowały dynamiczny wzrost popytu na kauczuki syntetyczne. Ryzyko niesie również osłabienie się walut krajów producentów kauczuku naturalnego, który wpływa na kształtowanie się cen kauczuku syntetycznego. Ponadto w 2016 roku Synthos odcięty jest od dostaw surowców strategicznych z Unipetrol (awaria krakera w Litwinowie, przerwa potrawa do lipca 2016 r.). W efekcie zmuszony jest zakupywać wsad po wyższych cenach poza kontraktami długoterminowymi. Czynnikiem pozytywnym jest oczekiwany wysoki wskaźnik wypłaty dywidendy (>6%).

Energetyka

- Ceny energii w regionie w ostatnich miesiącach znajdowały się pod presją spadających cen surowców. Niemiecki benchmark spadł poniżej 24 EUR/MWh nie tylko z uwagi na załamanie cen węgla, ale również poprzez przecenę na rynku CO₂ (tylko 6 EUR/t w związku z rosnącą konkurencją generacji gazowej). Oczekujemy, że te tendencje ulegną odwróceniu wraz z odbiciem na rynku ropy.
- Na polskim rynku mamy do czynienia z większą stabilnością cen, co jest pochodną wprowadzonych mechanizmów mocowych (ORM, rezerwa zimna), spadku rezerwy mocy w systemie ze względu na wyłączenia starych bloków i opóźnienia w kilku inwestycjach oraz łagodniejszych spadków cen w kontraktach węglowych. W tym roku głównym beneficjentem tego otoczenia będzie TPE.
- Inwestorzy w obawie przed zaangażowaniem sektora w proces ratowania górnictwa mocno obniżyli swoje oczekiwania dotyczące dywidend w spółkach kontrolowanych przez MSP. W tym kontekście widzimy

potencjał do pozytywnego zaskoczenia w ENG. Większe ryzyko z tytułu dokapitalizowania państwowych kopalni dostrzegamy w PGE i ENA.

- W tym roku nie spodziewamy się decyzji w sprawie ewentualnych fuzji w sektorze. Dotychczasowe wypowiedzi nowych ministrów odpowiedzialnych za sektor wskazują, że tempa może nabrać dyskusja na temat założeń rynku mocy.
- Kluczowe rekomendacje: Energa (akumuluj), Tauron (kupuj).

Telekomunikacja, Media, IT

- Po zakończeniu aukcji częstotliwości z zakresu 800 MHz i 2 600 MHz, sektor zasili budżet państwa kwotą 9,2 mld PLN, co istotnie zwiększyło poziom zalewarowania głównych telekomów (wskaźnik dług netto/ EBITDA na koniec 2016 r. wyniesie dla Orange Polska 1,9x, dla Cyfrowego Polsatu 2,7x). Powinno to osłabić chęć głównych graczy do agresywnego obniżania cen na rynku B2C. Z drugiej strony, spodziewamy się presji cenowej w segmencie mobile B2B, która oprócz wzmożonej konkurencji wynika z trzech powodów: (1) wyższych cen w stosunku do rynku detalicznego, (2) popularyzacji oferty SIM only, (3) masowego przechodzenia klientów do ofert nielimitowanych. W 2016 r. zaobserwujemy dalszą stagnację w segmencie Internetu stacjonarnego ze względu na spowolnienie wzrostu bazy klientów i delikatną erozję ARPU. Tendencje spadkowe w telefonii stacjonarnej ze względu na istotny odpływ abonentów utrzymują się. Na mniej zurbanizowanych terenach Polski operatorzy sieci komórkowych będą świadczyć usługi internetowe, na które popyt rośnie dynamicznie. Ze względu na infrastrukturę w kraju z usług zintegrowanych korzystają głównie konsumenci z terenów miejskich. Wraz z rozwojem Internetu mobilnego dysproporcje powinny zanikać.
- Zmiana nastawienia regulatora do operatora zasiadającego (przykładem może być styczniowy projekt zniesienia obowiązku świadczenia usług LLU dla Orange Polska po deregulacji usługi BSA na obszarze wybranych 76 gmin w 2014 r.) to zachęta dla telekomów do inwestycji w infrastrukturę. W ramach usług stacjonarnych przykładem największych inwestycji będzie rozbudowa sieci FTTx w Orange Polska.
- Ożywienie na globalnym rynku reklamy i dynamika PKB dla Polski na poziomie ponad 3,5% w 2016 r. powinny przełożyć się na odbicie w reklamie ogółem R/R na poziomie 3%. W rozbiciu na segmenty wzrostów oczekujemy w Internecie (+7-18%) oraz w reklamie TV (+5% R/R). Gorzej wypadnie reklama w prasie, co wiąże się z dalszymi znacznymi spadkami rozpowszechniania płatnego dzienników ogólnopolskich.
- W grudniu wprowadzono tzw. „małą ustawę medialną”, która m.in. nadaje Ministrowi Skarbu Państwa odpowiedzialność za powoływanie i odwoływanie zarządów oraz rad nadzorczych publicznych mediów. Rząd zamierza wprowadzić kolejne zmiany w poł. 2016 r., które zwiększą charakter misyjny mediów. Pod uwagę brana jest także zmiana modelu finansowania mediów publicznych, która ograniczyłaby ich uzależnienie od reklamy. Proponowane zmiany są pozytywne dla nadawców komercyjnych TV, którzy odczuwają wzrost popytu na czas antenowy, co następnie doprowadzi do wzrostu cen (rynek jest zbilansowany przy wyprzedanym czasie w prime time na głównych kanałach komercyjnych). To z kolei stymulować będzie popyt na inne media, w tym na Internet.
- Oczekujemy stagnacji w segmencie oprogramowania IT w pierwszej połowie 2016 r. Zainteresowaniem cieszyć się będą systemy bilingowe, systemy CRM, oprogramowanie w formie SaaS, systemy dla transportu i medycyny, jednak jeden z głównych sektorów zamawiających skróci

swoje wydatki na IT ze względu na podatek bankowy. Najistotniejszym negatywnym trendem w kosztach spółek IT będzie wzrost wynagrodzeń, podobnie jak w ostatnich latach.

- W latach 2014-2020 Polska zainwestuje 82,5 mld EUR z unijnej polityki spójności, co przełoży się na kontakty IT zwłaszcza w administracji publicznej (szczególnie w ramach programów „Inteligentny Rozwój”, „Polska Cyfrowa” i „Wiedza, Edukacja, Rozwój” które w sumie dają 15,5 mld EUR). Środki unijne są teraz dzielone, więc w 2016 r. spodziewamy się fali przetargów dotyczących projektów, których wykonanie będzie możliwe realnie dopiero w 2017 r. Na kilka kwartałów przed przetargami wydatki na IT od administracji publicznej uległy zamrożeniu (największymi dostawcami są matka Asseco Poland i Sygnity).
- W takim środowisku nasze kluczowe rekomendacje to: Asseco Poland (kupuj), Wirtualna Polska (kupuj).

Metale i górnictwo

- Agencja Moody's wciągnęła na listę obserwacyjną 175 spółek górniczych i energetycznych, przedstawiając negatywną ocenę przyszłych wyników w sektorze. Efektem działań tej i innych agencji będą obniżki ratingów inwestycyjnych, a w konsekwencji postępowania upadłościowe. To z kolei powinno prowadzić do szybszego niż dotychczas czyszczenia rynku z nadpodaży. Oczekujemy, że w sektorze metali przemysłowych – śladem Glencore czy BHP – kolejne firmy będą informowały o wstrzymaniu wydobycia. Ponadto zakładamy, że ceny ropy w 2H powrócą do poziomu 50 USD, co również uruchomi popyt inwestycyjny na metalach.
- Strukturalna zmiana w produkcji energii w Chinach oraz coraz wyraźniejsze odchodzenie od węgla w USA powodują, że na obecną chwilę nie widać czynników, które na dłużej pozwoliłyby na wzrost cen węgla energetycznego. W Polsce możliwy wzrost cen dopiero po zakończeniu restrukturyzacji kopalń, co najprawdopodobniej będzie miało miejsce w br.

Przemysł

- Oczekujemy wzrostowych wolumenów sprzedaży w przemyśle w wyniku spodziewanej pozytywnej dynamiki wzrostu konsumpcji prywatnej (efekt niższych cen paliw, nowych programów prospołecznych) oraz rosnących inwestycji (nowa perspektywa wydatków z UE).
- W większym stopniu niż w 2015 eksporterzy korzystają będą ze słabego PLN do EUR (najwięksi beneficjenci AMC, AML, EGS, FTE, UNW). Po stronie kosztowej na wyniki spółek przemysłowych pozytywny wpływ powinny mieć niższe ceny mediów, a szczególnie gazu ziemnego (taryfa PGNiG -15% r/r) – najwięksi beneficjenci AML, UNW. Pracodawcy odczuwają prawdopodobnie w większym stopniu presję po stronie płac.
- Oczekujemy, że skumulowana wartość EBITDA obserwowanych przez nas spółek przemysłowych wzrosnie w 2016 r. o 7,4% r/r, po 3,9% r/r spadku w 2015 r. Największego wzrostu wyniku EBITDA oczekiwaliśmy w 2016 roku w AMC, APT, COG, EMT, EGS, FEE, FTE, MCR, RDL, URS i ZKA.
- Analizując bazę wyników 2015 r. oczekujemy zwiększenia dynamiki poprawy wyników w 4Q'15, jednak wyraźne przyspieszenie powinno mieć miejsce dopiero w 2Q'16.
- Po wysypie akwizycji w 2015 roku, liczymy że apetyt spółek przemysłowych na dalsze przejęcia spowolni w 2016 roku. Oczekujemy natomiast większego zainteresowania do wezwań, a obiektem przejęcia mogą naszym zdaniem być takie spółki jak BER, ESS, KSW, OBL, OPO, POZ i WDX.

- Wśród najbardziej preferowanych spółek wymienilibyśmy Amica, Alumetal, Elemental, Kernel i UNIWHEELS. Najmniej preferujemy akcje Alchemii, Boryszewa, Patentus oraz Polskiej Grupy Odlewniczej.
- Kluczowe rekomendacje: Elemental Holding (kupuj), Kernel (akumuluj), UNIWHEELS (kupuj).

Budownictwo

- Po dwóch latach silnego wzrostu wyników spółek budowlanych, w 2016 r. spodziewamy się dużo skromniejszej dynamiki zysku netto. Pozytywnie na tym tle powinien wyróżniać się Unibep (+46%) oraz Budimex (+27%).
- W 2016 r. wydatki PKP PLK na infrastrukturę kolejową mają spaść o około 20% do 7,2 mld PLN i prawdopodobnie odbiją się (dynamicznie) dopiero w 2018 r. Uważamy, że argumenty do dalszego wzrostu kursów spółek z branży pojawiają się w drugiej połowie roku wraz z rozstrzygnięciami w przetargach kolejowych.
- Planowane nakłady GDDKiA na infrastrukturę drogową rosą w 2016 r. o 60% do 19 mld PLN. Budimex okazał się niekwestionowanym liderem tego segmentu rynku. Wzrost przychodów w związku z kontraktami drogowymi nastąpi również w Mirbudzie, Trakcji i Unibepie. Szczyt prac powinien nastąpić w latach 2017-2019. W 2016 r. największe emocje wciąż będą związane z rozstrzygnięciami przetargów.
- Zakładamy stabilizację nakładów na infrastrukturę energetyczną w Polsce na poziomie 17-18 mld PLN. Stabilne powinny być również wyniki monitorowanych firm z branży (Elektrobudowa, Elektrotim). Dynamiczny wzrost przychodów będzie udziałem firm zaangażowanych w budowę dużych bloków energetycznych (Rafako, Polimex, Mostostal Warszawa).
- Czynnikiem silnie wspierającym wyniki sektora są niskie ceny surowców. Rozszerzały one marże w 2015 r. i będą to czynić również w 2016 r.
- Największy potencjał wzrostu w 2016 r. widzimy w Unibepie, Erbudzie, Elektrobudowie, Herkulesie, Trakcji.

Deweloperzy

- Otoczenie makroekonomiczne będzie sprzyjać utrzymaniu wysokiego popytu na mieszkania w 2016 r. Banki, obciążone dodatkowymi kosztami, mogą w 2016 r. ograniczyć akcję kredytową w niskomarżowych hipotekach, co stanowi największe zagrożenie dla sektora. Uważamy, że po trzech latach silnego wzrostu, sprzedaż mieszkań i ceny powinny ustabilizować się na obecnym poziomie, czego rynek nie zakłada, biorąc pod uwagę wycenę rynkową spółek.

- Po wzroście zysku netto deweloperów mieszkaniowych o 33% w 2015 r., prognozujemy dalszy wzrost o 59% w 2016 r. ($P/E'16=9,3x$) oraz o 15% w 2017 r. ($P/E'17=8,4x$). Sektor mieszkaniowy wciąż jest wyceniony z istotnym dyskontem do NAV ($P/B'15=0,75x$).
- Mimo utrzymującej się silnej konkurencji na rynku nieruchomości komercyjnych, czarne scenariusze dla sektora nie sprawdziły się w 2015 r. Wyceny nieruchomości w CEE są atrakcyjne na tle Europy Zachodniej, co wzmacnia popyt inwestycyjny i pozwala na kompresję stóp kapitalizacji (nie uwzględnioną jeszcze w bilansach spółek). Mimo spadku czynszów, deweloperzy posiadają w portfelu projekty inwestycyjne o potencjalnie atrakcyjnych marżach. W trakcie 2016 r. deweloperzy komercyjni skorzystają na umocnieniu kursu EUR/PLN.
- Największy potencjał wzrostu w 2016 r. widzimy w LC Corp, Dom Development, Robygu, Echo Investment, GTC, BBI Development.

Handel

- Oczekiwana mocna konsumpcja w 2016 r., wspierana przez podniesienie płacy minimalnej oraz wprowadzenie programu 500+, powinna wspierać wyniki sprzedażowe spółek działających w branży spożywczej, odzieżowej i obuwniczej. Naszym zdaniem poprawa warunków makroekonomicznych szczególnie korzystnie wpłynie na wyniki Jeronimo Martins, Eurocash, CCC oraz AmRest.
- Sprzedaż porównywalna spółek działających na rynku spożywczym powinna być wspierana przez poprawiającą się dynamikę cen żywności R/R w 2016 roku.
- Umocnienie się kursu USD/PLN R/R, wprowadzenie podatku od sprzedaży detalicznej oraz silna konkurencja na rynku, powinny negatywnie wpływać na marżę brutto na sprzedaży większości spółek działających na rynku odzieżowym i obuwniczym. Naszym zdaniem w znacznie silniejsza presja konkurencyjna powinna utrzymywać się na rynku odzieżowym, gdzie możliwe jest utrzymywanie niskiego poziomu cen przez Inditex.
- Umocnienie się kursu EUR/PLN (wyższe koszty najmu) oraz presja na wyższe koszty wynagrodzeń powinny wpłynąć na wzrost wskaźnika kosztów SG&A/mkw. R/R spółek działających w sektorach odzieżowym i obuwniczym.
- Kluczowe rekomendacje: CCC (kupuj), Jeronimo Martins (kupuj), AmRest (kupuj).

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E		EV/EBITDA	
							2015	2016	2015	2016
Banki										
ALIOR BANK	Kupuj	2016-02-02	60,20	82,96	60,20	+37,8%	13,4	12,6		
BZ WBK	Kupuj	2016-02-02	260,20	305,10	260,20	+17,3%	11,1	11,9		
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	2016-02-02	0,46	0,96	0,46	+108,7%	8,1	11,7		
HANDLOWY	Akumuluj	2016-02-02	74,46	81,97	74,46	+10,1%	16,2	16,4		
ING BSK	Akumuluj	2016-02-02	111,00	119,38	111,00	+7,5%	13,4	15,1		
MILLENNIUM	Kupuj	2016-02-02	5,20	7,00	5,20	+34,6%	11,4	11,6		
PEKAO	Redukuj	2016-02-02	139,40	127,42	139,40	-8,6%	16,1	17,8		
PKO BP	Kupuj	2016-02-02	24,84	31,62	24,84	+27,3%	12,4	10,8		
KOMERCNI BANKA	Trzymaj	2016-02-02	5239	5428 CZK	5239	+3,6%	15,0	16,3		
ERSTE BANK	Kupuj	2016-02-02	26,17	32,34 EUR	26,17	+23,6%	11,2	9,8		
RBI	Kupuj	2016-02-02	11,32	17,14 EUR	11,32	+51,5%	8,6	12,3		
OTP BANK	Akumuluj	2016-02-02	6155	6487 HUF	6155	+5,4%	28,8	9,5		
Ubezpieczyciele										
PZU	Kupuj	2016-02-02	32,33	42,44	32,33	+31,3%	13,4	10,6		
Usługi finansowe										
KRUK	Akumuluj	2016-02-02	168,70	185,12	168,70	+9,7%	15,1	12,9		
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	2016-02-02	35,10	46,76	35,10	+33,2%	10,8	9,7		
SKARBIEC HOLDING	Kupuj	2016-02-02	27,00	42,20	27,00	+56,3%	12,1	7,1		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Trzymaj	2016-02-02	80,00	77,20	80,00	-3,5%	14,5	9,6	7,4	6,3
GRUPA AZOTY	Trzymaj	2016-02-02	104,00	100,20	104,00	-3,7%	18,9	13,8	9,4	7,7
LOTOS	Akumuluj	2016-02-02	25,63	29,20	25,63	+13,9%	173,9	7,4	7,1	4,7
MOL	Kupuj	2016-02-02	198,00	236,75	198,00	+19,6%	-	10,0	3,8	3,8
PGNIG	Trzymaj	2016-02-02	5,04	5,30	5,04	+5,2%	11,4	14,2	4,8	5,7
PKN ORLEN	Trzymaj	2016-02-02	61,43	60,40	61,43	-1,7%	9,3	6,9	5,6	4,5
POLWAX	Kupuj	2016-02-02	15,70	24,30	15,70	+54,8%	6,7	6,6	5,8	5,4
SYNTHOS	Trzymaj	2016-02-02	3,96	3,79	3,96	-4,3%	14,6	14,4	9,7	9,7
Energetyka										
CEZ	Kupuj	2016-02-02	65,00	86,30	65,00	+32,8%	8,5	10,3	5,6	5,8
ENEA	Trzymaj	2016-02-02	11,50	12,40	11,50	+7,8%	5,1	8,0	4,9	5,4
ENERGA	Akumuluj	2016-02-02	13,48	15,20	13,48	+12,8%	6,4	8,2	4,4	5,2
PGE	Trzymaj	2016-02-02	13,55	14,60	13,55	+7,7%	-	7,7	3,3	4,4
TAURON	Kupuj	2016-02-02	2,71	3,78	2,71	+39,5%	3,7	5,1	3,5	4,4
Telekomunikacja										
NETIA	Akumuluj	2016-02-02	5,56	6,30	5,56	+13,3%	207,4	-	4,8	4,8
ORANGE POLSKA	Kupuj	2016-02-02	6,43	8,30	6,43	+29,1%	34,2	33,9	3,6	4,4
Media										
AGORA	Kupuj	2016-02-02	11,45	14,10	11,45	+23,1%	40,9	39,5	5,1	5,5
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	2016-02-02	21,99	22,10	21,99	+0,5%	11,8	11,5	6,9	6,7
WIRTUALNA POLSKA	Kupuj	2016-01-28	36,37	50,00	38,45	+30,0%	95,0	14,0	14,1	9,8
IT										
ASSECO POLAND	Kupuj	2016-02-02	56,50	65,90	56,50	+16,6%	13,2	12,8	7,0	6,7
CD PROJEKT	Kupuj	2016-02-02	23,09	26,50	23,09	+14,8%	6,3	19,5	4,3	12,3
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	106,75	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	8,64	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
JSW	Zawieszona	2016-02-02	8,97	-	8,97	-	-	-	-	-
KGHM	Trzymaj	2016-02-02	56,26	63,00	56,26	+12,0%	9,9	100,6	3,4	4,6
LW BOGDANKA	Trzymaj	2016-02-02	31,33	33,00	31,33	+5,3%	5,8	7,2	2,5	2,7
Przemysł										
ELEMENTAL	Kupuj	2016-01-08	4,06	4,80	3,88	+23,7%	14,5	12,3	11,8	9,3
FAMUR	Kupuj	2016-02-02	1,75	2,20	1,75	+25,7%	16,3	17,3	4,5	3,7
KERNEL	Akumuluj	2016-01-26	42,80	49,00	44,00	+11,4%	8,1	4,8	3,0	3,6
KĘTY	Trzymaj	2016-02-02	281,75	277,80	281,75	-1,4%	14,0	14,2	9,2	8,5
KOPEX	Trzymaj	2016-02-02	3,53	3,70	3,53	+4,8%	-	-	5,1	5,6
TARCZYŃSKI	Zawieszona	2016-02-02	13,00	-	13,00	-	-	-	-	-
UNIWHEELS	Kupuj	2016-01-12	121,00	142,90	120,70	+18,4%	9,3	8,5	6,6	6,4
VISTAL	Kupuj	2016-02-02	8,00	15,80	8,00	+97,5%	7,2	6,1	7,5	6,7
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2015-11-04	211,00	225,10	196,95	+14,3%	22,2	17,5	10,3	9,4
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2015-12-03	141,00	170,50	114,00	+49,6%	10,1	9,8	6,5	5,6
ERBUD	Kupuj	2016-02-02	25,95	36,00	25,95	+38,7%	9,6	9,3	5,0	4,5
UNIBEP	Kupuj	2016-02-02	9,89	12,10	9,89	+22,3%	15,2	10,4	8,5	6,5
Developeperzy										
CAPITAL PARK	Akumuluj	2015-10-02	5,88	6,50	5,73	+13,4%	-	43,7	119,1	29,8
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2016-01-28	49,47	60,80	48,98	+24,1%	15,2	11,2	12,6	9,2
ECHO	Akumuluj	2016-02-02	5,77	6,57	5,77	+13,9%	16,2	10,7	19,2	16,1
GTC	Kupuj	2015-11-20	7,08	8,20	6,90	+18,8%	20,7	9,3	16,3	12,6
ROBYG	Kupuj	2016-01-28	2,83	3,40	2,84	+19,7%	9,7	8,9	15,9	8,2
Handel										
AMREST	Kupuj	2016-02-02	188,50	217,00	188,50	+15,1%	27,9	25,9	11,9	9,8
CCC	Kupuj	2016-02-02	124,40	149,00	124,40	+19,8%	26,9	23,2	18,2	14,4
EUROCASH	Redukuj	2016-02-02	53,74	47,30	53,74	-12,0%	35,3	29,1	16,4	13,9
JERONIMO MARTINS	Kupuj	2016-02-02	13,08	15,1 EUR	13,08	+15,4%	24,5	20,5	11,1	9,5
LPP	Redukuj	2016-02-02	5411	4900	5411	-9,4%	25,7	25,4	13,8	13,7
Inne										
WORK SERVICE	Akumuluj	2016-02-02	11,96	13,70	11,96	+14,5%	24,5	17,0	10,8	8,5

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	Kupuj	60,80	2016-01-28
ELEMENTAL	Kupuj	Akumuluj	4,80	2016-01-08
KERNEL	Akumuluj	Redukuj	49,00	2016-01-26
ROBYG	Kupuj	Kupuj	3,40	2016-01-28
UNIWHEELS	Kupuj	Kupuj	142,90	2016-01-12
WIRTUALNA POLSKA	Kupuj	Kupuj	50,00	2016-01-28

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	0	0,0%	0	0,0%
Redukuj	3	5,0%	1	3,1%
Trzymaj	13	21,7%	7	21,9%
Akumuluj	12	20,0%	7	21,9%
Kupuj	32	53,3%	17	53,1%

Zmiany rekomendacji w Strategii

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Poprzednia cena docelowa	Data wydania
AGORA	Kupuj	Kupuj	14,10	15,50	2016-02-02
ALIOR BANK	Kupuj	Kupuj	82,96	83,76	2016-02-02
AMREST	Kupuj	Kupuj	217,00	180,00	2016-02-02
ASSECO POLAND	Kupuj	Kupuj	65,90	68,00	2016-02-02
BZ WBK	Kupuj	Akumuluj	305,10	304,38	2016-02-02
CCC	Kupuj	Kupuj	149,00	159,00	2016-02-02
CD PROJEKT	Kupuj	Kupuj	26,50	30,90	2016-02-02
CEZ	Kupuj	Kupuj	86,30	82,68	2016-02-02
CIECH	Trzymaj	Trzymaj	77,20	81,30	2016-02-02
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	Redukuj	22,10	22,10	2016-02-02
ECHO	Akumuluj	Akumuluj	6,57	8,00	2016-02-02
ENEA	Trzymaj	Kupuj	12,40	18,10	2016-02-02
ENERGA	Akumuluj	Trzymaj	15,20	14,20	2016-02-02
ERBUD	Kupuj	Akumuluj	36,00	34,50	2016-02-02
ERSTE BANK	Kupuj	Akumuluj	32,34 EUR	25,43 EUR	2016-02-02
EUROCASH	Redukuj	Sprzedaj	47,30	40,80	2016-02-02
FAMUR	Kupuj	Kupuj	2,20	3,00	2016-02-02
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	Kupuj	0,96	0,87	2016-02-02
GRUPA AZOTY	Trzymaj	Trzymaj	100,20	91,80	2016-02-02
HANDLOWY	Akumuluj	Akumuluj	81,97	74,08	2016-02-02
ING BSK	Akumuluj	Trzymaj	119,38	113,98	2016-02-02
JERONIMO MARTINS	Kupuj	Sprzedaj	15,10 EUR	10,7 EUR	2016-02-02
JSW	Zawieszona	W trakcie aktualizacji	-	-	2016-02-02
KĘTY	Trzymaj	Trzymaj	277,80	275,60	2016-02-02
KGHM	Trzymaj	W trakcie aktualizacji	63,00	-	2016-02-02
KOMERCNI BANKA	Trzymaj	Redukuj	5 428 CZK	4 549 CZK	2016-02-02
KOPEX	Trzymaj	Trzymaj	3,70	8,10	2016-02-02
KRUK	Akumuluj	Trzymaj	185,12	143,10	2016-02-02
LOTOS	Akumuluj	Kupuj	29,20	35,50	2016-02-02
LPP	Redukuj	Sprzedaj	4 900	6 300	2016-02-02
LW BOGDANKA	Trzymaj	W trakcie aktualizacji	33,00	-	2016-02-02
MILLENNIUM	Kupuj	Kupuj	7,00	7,11	2016-02-02
MOL	Kupuj	Kupuj	236,75	237,50	2016-02-02
NETIA	Akumuluj	Trzymaj	6,30	5,80	2016-02-02
ORANGE POLSKA	Kupuj	Kupuj	8,30	9,00	2016-02-02
OTP BANK	Akumuluj	Akumuluj	6 487 HUF	6 288 HUF	2016-02-02
PEKAO	Redukuj	Redukuj	127,42	126,12	2016-02-02
PGE	Trzymaj	Kupuj	14,60	16,82	2016-02-02
PGNiG	Trzymaj	Trzymaj	5,30	5,49	2016-02-02
PKN ORLEN	Trzymaj	Redukuj	60,40	59,80	2016-02-02
PKO BP	Kupuj	Kupuj	31,62	30,87	2016-02-02
POLWAX	Kupuj	Kupuj	24,30	24,20	2016-02-02
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	Kupuj	46,76	53,60	2016-02-02
PZU	Kupuj	Kupuj	42,44	45,82	2016-02-02
RBI	Kupuj	Kupuj	17,14 EUR	18,27 EUR	2016-02-02
SKARBIEC HOLDING	Kupuj	Kupuj	42,20	64,30	2016-02-02
SYNTHOS	Trzymaj	Trzymaj	3,79	4,07	2016-02-02
TARCZYŃSKI	Zawieszona	Trzymaj	-	15,00	2016-02-02
TAURON	Kupuj	Kupuj	3,78	3,73	2016-02-02
UNIBEP	Kupuj	Trzymaj	12,10	10,40	2016-02-02
VISTAL	Kupuj	Kupuj	15,80	16,40	2016-02-02
WORK SERVICE	Akumuluj	Akumuluj	13,70	21,90	2016-02-02

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Strategii:
Agora

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-11-13	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	12,19	11,45
WIG w dniu rekomendacji	49358,20	44294,89

Alior Bank

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	87,50	65,18	60,20
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89

AmRest

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-07-10	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	148,00	188,50
WIG w dniu rekomendacji	51658,71	44294,89

Asseco Poland

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-11-16	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	55,00	56,50
WIG w dniu rekomendacji	48697,10	44294,89

BZ WBK

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

CCC

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-12-15	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	132,00	124,40
WIG w dniu rekomendacji	43887,16	44294,89

CD Projekt

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-09-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	25,55	23,09
WIG w dniu rekomendacji	50977,06	44294,89

CEZ

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-07-03	2015-07-30	2015-12-14	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	86,00	88,40	69,00	65,00
WIG w dniu rekomendacji	53074,71	52288,10	44220,32	44294,89

Ciech

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2015-11-24	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	86,36	80,00
WIG w dniu rekomendacji	48597,23	44294,89

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2015-12-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	24,20	21,99
WIG w dniu rekomendacji	47002,61	44294,89

Echo

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2015-06-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	7,17	5,77
WIG w dniu rekomendacji	55045,40	44294,89

Enea

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2015-07-30	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	13,94	11,50
WIG w dniu rekomendacji	52288,10	44294,89

Energa

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

Erbud

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2015-07-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	32,00	25,95
WIG w dniu rekomendacji	53074,71	44294,89

Erste Bank

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	26,17
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Eurocash

rekomendacja	Sprzedaj	Redukuj
data wydania	2015-11-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	49,75	53,74
WIG w dniu rekomendacji	50367,53	44294,89

Famur

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-06-03	2015-09-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	2,96	1,69	1,75
WIG w dniu rekomendacji	55045,40	50135,97	44294,89

Getin Noble Bank

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	0,88	0,58	0,46
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89

Grupa Azoty

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2016-01-05	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	96,30	104,00
WIG w dniu rekomendacji	45356,65	44294,89

Handlowy

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

ING BSK

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

Jeronimo Martins

rekomendacja	Sprzedaj	Kupuj
data wydania	2015-05-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	13,10	13,08
WIG w dniu rekomendacji	56442,25	44294,89

JSW

rekomendacja	w trakcie aktualizacji	Zawieszona
data wydania	2015-12-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	12,53	8,97
WIG w dniu rekomendacji	47002,61	44294,89

Kęty

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2015-11-02	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	278,00	281,75
WIG w dniu rekomendacji	50271,65	44294,89

KGHM

rekomendacja	w trakcie aktualizacji	Trzymaj
data wydania	2015-12-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	68,15	56,26
WIG w dniu rekomendacji	47002,61	44294,89

Komercni Banka

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5239,00
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Kopex

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2015-06-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	8,08	3,53
WIG w dniu rekomendacji	55045,40	44294,89

Kruk

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2015-05-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	154,00	168,70
WIG w dniu rekomendacji	56442,25	44294,89

Lotos

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2015-09-03	2015-10-09	2015-11-19	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	29,18	30,66	28,00	25,63
WIG w dniu rekomendacji	50135,97	51222,77	49345,31	44294,89

LPP

rekomendacja	Sprzedaj	Redukuj
data wydania	2015-10-09	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	7634,10	5410,50
WIG w dniu rekomendacji	51222,77	44294,89

LW Bogdanka

rekomendacja	w trakcie aktualizacji	Trzymaj
data wydania	2015-06-12	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	66,00	31,33
WIG w dniu rekomendacji	54357,69	44294,89

Millennium

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	6,23	5,64	5,20
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89

MOL

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-10-09	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	178,00	198,00
WIG w dniu rekomendacji	51222,77	44294,89

Netia

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5,56
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Orange Polska

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-08-06	2015-12-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	8,12	6,50	6,43
WIG w dniu rekomendacji	53694,88	47002,61	44294,89

OTP BANK

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2015-08-21	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5635,00	6155,00
WIG w dniu rekomendacji	52508,32	44294,89

Pekao

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

PGE

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2015-07-30	2015-09-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	17,61	15,08	13,55
WIG w dniu rekomendacji	52288,10	50135,97	44294,89

PGNiG

rekomendacja	Sprzedaj	Sprzedaj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2015-05-06	2015-10-09	2015-12-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	6,49	6,94	5,24	5,04
WIG w dniu rekomendacji	56442,25	51222,77	47002,61	44294,89

PKN Orlen

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

PKO BP

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-05-06	2015-07-03	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	36,47	30,25	30,06	27,44	24,84
WIG w dniu rekomendacji	56442,25	53074,71	51519,45	46247,43	44294,89

Polwax

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	15,70
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Prime Car Management

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-09-02	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	43,01	35,10
WIG w dniu rekomendacji	50292,20	44294,89

PZU

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-07-22	2015-09-03	2015-11-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	433,90	425,00	376,50	32,33
WIG w dniu rekomendacji	52839,41	50135,97	50367,53	44294,89

RBI

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	11,32
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Skarbiec Holding

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-05-14	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	47,83	27,00
WIG w dniu rekomendacji	57246,74	44294,89

Synthos

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2015-05-05	2015-11-10	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	4,76	3,91	3,96
WIG w dniu rekomendacji	56699,49	49428,71	44294,89

Tarczyński

rekomendacja	Zawieszona
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	13,00
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Tauron

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-07-30	2015-12-14	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	3,63	2,63	2,71
WIG w dniu rekomendacji	52288,10	44220,32	44294,89

Unibep

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	9,89
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Vistal

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	8,00
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Work Service

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	11,96
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.
Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.
Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Zestawienie rekomendacji wydanych w ostatnim miesiącu znajduje się na stronie 14 Strategii. Zestawienie zmian rekomendacji dokonanych w Strategii znajduje się na stronie 15 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 S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

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

Departament analiz:

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

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

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

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

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

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

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

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

Zespół Prywatnego Maklera:

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

Dom Maklerski mBanku S.A.

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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