

wtorek, 5 lipca 2016 | opracowanie cykliczne

## Przegląd miesięczny: lipiec 2016

### Rynek akcji, makroekonomia

#### Rynek akcji

Po ogłoszeniu założeń dotyczących przyszłości OFE, w krótkim okresie ceny akcji na GPW powinny zamykać powstałe w ostatnich dniach dyskonto w stosunku do MSCI EM. W perspektywie całego miesiąca, biorąc pod uwagę, że gro wycen na globalnych rynkach powróciła do poziomów sprzed referendum w WB, nasze obawy budzą dane (słabe), jakie będą publikowane po BREXIT w Europie. Siłę rynku należy wykorzystać do zmniejszenia alokacji w akcje.

#### Ze spółek

##### Finanse

Uważamy, że uwaga rynku w lipcu będzie nadal skupiona na rezultacie prac Kancelarii Prezydenta odnośnie kredytów denominowanych w CHF. Prace nad ustawą wywierać będą negatywny wpływ na sentyment polskiego sektora bankowego. Jednocześnie uważamy, że przecena spowodowana przez Brexit stwarza okazje inwestycyjne szczególnie w banki zagraniczne takie jak Erste Bank czy Komercni Banka.

##### Paliwa

Wzrostowa tendencja na ropie powinna powrócić, co przy rosnącej podaży paliw (użyteczność rafinerijnych w USA, eksport z Chin) będzie wywierać presję na marże rafinerijne. W tym kontekście utrzymujemy negatywne nastawienie do PKN, dla którego dobrą alternatywą są akcje PGNiG.

##### Energetyka

Brexit spowodował korektę na cenach energii i węgla, ale wydaje się że ich notowania powoli wracają do trendu wzrostowego, co powinno wspierać kurs CEZ. W Polsce po dużym negatywnym zaskoczeniu na WZA PGE najciekawszą pozycją wydaje się Tauron, który daje dobrą ekspozycję zarówno na makro jak i zmiany regulacyjne.

##### Telekomunikacja, Media, IT

W lipcu najciekawsze wydają się spółki mediowe, które korzystają na wzrostach na rynku reklamy w Polsce. Liczymy na dobre zachowanie się Wirtualnej Polski, Agory oraz 4funTV. Brexit może spowodować powrót pozytywnego sentymentu do sektora telekomunikacyjnego, który cechuje się defensywnym charakterem. Wśród jego przedstawicieli preferujemy Orange Polska z niską wyceną i perspektywicznym projektem budowy sieci FTTx. W sektorze IT naszym faworytem jest Asseco Business Solutions.

##### Przemysł

Po spadkach wywołanych przez referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA indeksu MSCI Industrials dla Europy spadły poniżej swoich 3-letnich średnich. Według nas najlepsze perspektywy do wzrostu posiadają Elemental, Grajewo, Tarczyński, Vistal i Uniwheels. Unikalibyśmy akcje Forte oraz Kruszwicy.

##### Budownictwo

Spadek indeksu WIG-Budownictwo o 13% YTD odzwierciedla obawy o następstwa Brexitu oraz opóźnienia w przetargach publicznych. Uważamy, że na rynku znajdują się spółki w mniejszym stopniu narażone na te ryzyka (Unibep, Herkules) oraz takie, gdzie powyższe ryzyka są przeceniane (Trakcja, Budimex, Elektrobudowa).

##### Deweloperzy

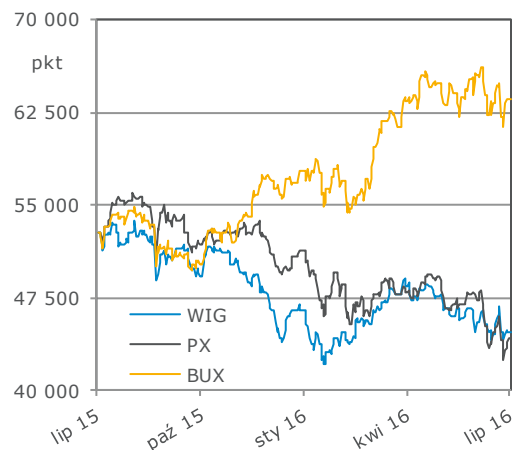
Publikowane w najbliższych dniach wyniki sprzedaży mieszkań w 2Q mogą być pozytywnym impulsem do wzrostu kursu spółek z sektora. Deweloperzy komercyjni korzystają natomiast na umocnieniu kursu EUR/PLN.

##### Handel

Poprawiająca się sytuacja konsumentów na rynku polskim pozytywnie wpływa na dynamikę miesięcznych danych sprzedażowych spółek z sektora odzieżowo-obuwniczego. Naszym zdaniem najatrakcyjniejsze perspektywy wzrostu posiada CCC. Unikalibyśmy walorów LPP.

WIG ..... 44 294  
Średnie P/E 2016 ..... 11,6  
Średnie P/E 2017 ..... 10,7  
Średni dzienny obrót (3M) ..... 643 mln PLN

#### WIG na tle indeksów w regionie



#### Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
Budimex	Kupuj	▲
BZ WBK	Kupuj	▲
Handlowy	Kupuj	▲
Pekao	Redukuj	▲
Synthos	Trzymaj	▲

#### Departament Analiz:

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)

Kamil Kliszcz  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)

Piotr Zybala  
+48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)

## Spis treści

<b>1. Rynek akcji</b>	<b>4</b>
<b>2. Makroekonomia</b>	<b>9</b>
<b>3. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku</b>	<b>11</b>
<b>4. Statystyki rekomendacji</b>	<b>12</b>
<b>5. Banki</b>	<b>13</b>
5.1. Alior Bank	13
5.2. BZ WBK	13
5.3. Getin Noble Bank	14
5.4. Handlowy	14
5.5. ING BSK	15
5.6. Millennium	15
5.7. Pekao	16
5.8. PKO BP	16
5.9. Komerční Banka	17
5.10. Erste Bank	17
5.11. RBI	18
5.12. OTP Bank	18
<b>6. Ubezpieczyciele</b>	<b>19</b>
6.1. PZU	19
<b>7. Usługi finansowe</b>	<b>20</b>
7.1. Kruk	20
7.2. Prime Car Management	20
7.3. Skarbiec Holding	21
<b>8. Paliwa, chemia</b>	<b>22</b>
8.1. Ciech	22
8.2. Grupa Azoty	22
8.3. Lotos	23
8.4. MOL	23
8.5. PGNiG	24
8.6. PKN Orlen	24
8.7. Polwax	25
8.8. Synthos	25
<b>9. Energetyka</b>	<b>26</b>
9.1. CEZ	26
9.2. Enea	26
9.3. Energa	27
9.4. PGE	27
9.5. Tauron	28
<b>10. Telekomunikacja</b>	<b>29</b>
10.1. Netia	29
10.2. Orange Polska	29
<b>11. Media</b>	<b>30</b>
11.1. Agora	30
11.2. Cyfrowy Polsat	30
11.3. Wirtualna Polska	31
<b>12. IT</b>	<b>32</b>
12.1. Asseco Poland	32
12.2. CD Projekt	32
<b>13. Górnictwo i metale</b>	<b>33</b>
13.1. KGHM	33
13.2. LW Bogdanka	33
<b>14. Przemysł</b>	<b>34</b>
14.1. Elemental	34
14.2. Famur	34
14.3. Kernel	35
14.4. Kęty	35
14.5. UNIWHEELS	36
14.6. Vistal	36
<b>15. Budownictwo</b>	<b>37</b>
15.1. Budimex	37
15.2. Elektrobudowa	37
15.3. Erbud	38
15.4. Unibep	38

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

## Rynek akcji

**BREXIT zaskoczył zdecydowaną większość inwestorów. Gwałtowna negatywna reakcja rynków finansowych została jednak powstrzymana skoordynowaną akcją rządów i banków centralnych, jak również zaskakująco pasywną postawą liderów partii namawiających Brytyjczyków do wyjścia z UE. W efekcie znacząca część wycen aktywów powróciła do poziomów sprzed referendum. Naszym zdaniem, w oczekiwaniu na to, że proces wyjścia WB będzie się przedłużał, w dużej mierze było to zamykaniem krótkiej pozycji – zbudowanej jeszcze przed referendum. Przykładem może być chociażby miedź, której ceny rosły pomimo bardzo słabych odczytów PMI w Chinach. W najbliższych tygodniach czynniki polityczne związane z BREXITEM nie będą istotnie wpływały na rynki finansowe (do czasu wykrystalizowania się nowego rządu) – nasilenie procesu powinno nastąpić po wakacjach. Nasze obawy budzą jednak dane makro, jakie będą napływać z gospodarki europejskiej i z Chin. Zwracamy również uwagę, że w ostatnich tygodniach istotna liczba spółek niemieckich ogłosiła profit warning – szczególnie w sektorze samochodowym. Po zaskakująco słabym maju kluczowe dla sentymentu inwestorów będą również dane z amerykańskiego rynku pracy (publikacja 8 lipca). Biorąc pod uwagę poziom wycen na rynkach światowych i perspektywy makro nie oczekujemy, żeby kluczowe indeksy (S&P500) wybiły się z konsolidacji trwającej od 2015 roku.**

**Z punktu widzenia polskiego rynku akcji informacją neutralną plus (w stosunku do wcześniejszych oczekiwań) było ogłoszenie założeń programu Morawieckiego dotyczącego budowania oszczędności. W naszej ocenie główną zaletą programu jest to, że SP nie będzie bezpośrednio ingerował we władze spółek notowanych na GPW. Nowe OFE mogą być elementem podaży akcji jednak jej skala i oddalenie w czasie (przy założeniu przewidywalności programu rządowego) nie powinny być dla GPW znaczącym czynnikiem ryzyka. Biorąc pod uwagę, silne wzrosty w ostatnich dniach na rynkach wschodzących, w krótkim okresie ceny akcji na GPW powinny zamykać powstałe w ten sposób kilkuprocentowe dyskonto.**

### **BREXIT oznacza niepewność przez najbliższe miesiące**

Zaskakująca decyzja Brytyjczyków ma dziś wymiar przede wszystkim polityczny. Tryb wyjścia z UE, czas jaki zajmie cały proces, przyszłe relacje WB z UE, ale również stabilność samej WB (liderzy partii opozycyjnych zapowiedzieli, że będą dążyć do przeprowadzenia referendum separacyjnych w Szkocji i Irlandii Pn), możliwe kolejne referenda separacyjne w innych krajach UE (Dania, Holandia) to czynniki które będą powodować stan niepewności na rynkach finansowych przez kolejne miesiące. Trudno dziś oceniać jak bardzo będzie to proces burzliwy. Konsternacja jaka powstała w samej Wielkiej Brytanii – w tym decyzja o ustąpieniu Camerona, ale dopiero za 3 miesiące (co oznacza, że formalny proces wyjścia nie zacznie się przed wyborem nowego rządu, a więc dopiero na jesieni) oraz postawa liderów partii zachęcających do wyjścia z UE (rezygnacja z szefowania partii UKIP Nigela Farage i Borisa Johnsona, byłego mera Londynu) utwierdzają opinie na przekonaniu, że proces będzie długotrwały, tj. jego realne skutki będą odczuwalne (jeśli w ogóle) nie wcześniej niż za dwa lata. Nieformalne „negocjacje” już się jednak zaczęły. Na dziś deklaracje polityczne strony unijnej są jednoznaczne: i) WB musi przejść formalny proces wyjścia zgodnie z art. 50 Traktatu - do czasu zakończenia negocjacji pozostaje pełnoprawnym członkiem UE ze wszystkimi prawami i obowiązkami, ii) WB po wyjściu z Unii otrzyma

dostęp do jednolitego rynku, jeśli będzie przestrzegać swobody przemieszczania się i podejmowania pracy oraz będzie płacić do budżetu składki. Takie stanowisko z punktu widzenia WB może być trudne do zaakceptowania, bo kraj traci prawo decydowania w sprawie polityki UE a zachowuje obowiązki, które przesądziły o wyjściu. Jeżeli nowy rząd WB będzie zdeterminowany do wyjścia można oczekiwać, że stanowisko UE (kierowanej interesem największych gospodarek, dla których wymiana handlowa z WB jest istotna – w tym przede wszystkim Niemiec) będzie dążyć do kompromisu (np. wspólny rynek, ale tylko za budżet – być może nawet większy niż dotychczas).

Ekonomiczny wymiar BREXITU w długim okresie będzie uzależniony od przyszłego statusu WB w relacjach z UE (efekt negocjacji). Reakcja rynków finansowych, tj. gwałtowny spadek i szybki powrót indeksów/walut do poziomów sprzed referendum to efekt reakcji rządów i banków centralnych na decyzję Brytyjczyków. Tuż po ogłoszeniu wyników państwa G7 wydały oświadczenie, że w razie potrzeby użyją wszelkich narzędzi żeby stabilizować rynki finansowe, w szczególności waluty. FED zapowiedział, że w razie potrzeby zwiększy płynność dolara, ECB zwiększy skup aktywów w ramach istniejących programów MRO/LTRO2 (bez obniżek stóp, bo te mogłyby jeszcze bardziej pogorszyć sytuację banków), BoJ jest gotów do interwencji na jenie, BoE obniży stopy procentowe. Tak skoordynowana akcja wystarczyła, żeby inwestorzy nie wpadli w panikę. Pozytywnie na rynek amerykański, a w efekcie globalny sentyment zadziałały również informacje o zwiększeniu programów skupu akcji przez tamtejsze banki, kolejne wielomiliardowe M&A jak również pozwolenie KE na wykorzystanie gradacji rządowych do ratowania banków we Włoszech. Z punktu widzenia rynków finansowych nie bez znaczenia była również wspomniana postawa liderów eurosceptycznych partii, którzy sprawiali wrażenie bardziej przestraszonych odpowiedzialnością na to co się wydarzyło niż gotowych do działania.

W najbliższych tygodniach czynniki polityczne związane z BREXITEM nie będą istotnie wpływały na rynki finansowe – nasilenie procesu powinno nastąpić po wakacjach. Nasze obawy budzą jednak dane makro, jakie będą napływać z gospodarki europejskiej, ze szczególnym uwzględnieniem wskaźników wyprzedzających PMI i danych o inwestycjach i nowych zamówieniach. Te zapewne będą słabsze niż w maju i czerwcu – przy czym jednomiesięczne pogorszenie inwestorzy wytłumaczają efektem zaskakującego wyniku głosowania (rynek jest na to przygotowany) .... jednak naszym zdaniem już kolejne tygodnie negatywnego momentum makro nie są zdyskontowane.

### **Otoczenie makro – słaby wzrost jeszcze przed BREXITEM**

Dane makro z ostatnich tygodni potwierdzają, że światowa gospodarka znajduje się w fazie słabego wzrostu. Mieszane dane makro w USA, ze szczególnym uwzględnieniem rozczarowujących danych z rynku pracy (nowe miejsca pracy w sektorze pozarolniczym na poziomie zaledwie 38 tys. vs. 160 tys. oczekiwane) oddaliły datę kolejnych podwyżek stóp procentowych przez FOMC. BREXIT może powodować, że podwyżek w ogóle nie zobaczymy w 2016 roku. Na uwagę zasługuje fakt, że po raz kolejny obniżane są tegoroczne prognozy wzrostu PKB (zarówno FED jak i banki inwestycyjne), jak również obniża się mediana zakładanego wzrostu PKB w długim okresie (teraz czas na kolejną falę obniżek EPS). Pozytywnie na sentyment inwestorów wpłynęły solidne dane o wydatkach konsumpcyjnych i Conference Board oraz ISM Manufacturing (wzrósł do 53,2 pkt vs. oczekiwane 51,2 pkt). W Europie wskaźniki wyprzedzające PMI nieznacznie wzrosły w porównaniu z poprzednim miesiącem – przy czym biorąc pod uwagę, że badania były

przeprowadzane jeszcze przed referendum w WB ich wartość prognostyczna jest znikoma. W Polsce już w czerwcu PMI w przemyśle zaskakująco obniżył się do 51,8 pkt z 52,1 w poprzednim miesiącu, co oznacza że wbrew oczekiwaniom w II kwartale nie doszło do przyspieszenia gospodarki, który miał opierać się na popycie krajowym. Chyba jednak największym rozczarowaniem była publikacja słabego odczytu PMI w Chinach, który spadł do 48,6 z 49,2 pkt. Z dużym prawdopodobieństwem można zakładać, że wskaźniki wyprzedzające za lipiec będą słabsze we wszystkich głównych gospodarkach, co w przypadku takich krajów jak Chiny czy Francja (48,3 pkt w czerwcu) może wzbudzać obawy inwestorów o wejście gospodarki w większe turbulencje.

### **Plan Morawieckiego – budowa kapitału krajowego w oparciu o PPK, TFI zastąpią OFE**

Założenia: Fundamentem programu rządowego jest powstanie krajowych oszczędności, które mają współfinansować rozwój gospodarczy. Plan zakłada wprowadzenie nowych produktów oszczędnościowych, które de facto mają zastąpić OFE. Założeniem planu jest „poprawa struktury oszczędności poprzez wzrost kapitału lokowanego na krajowym rynku akcji, nieruchomości i obligacji korporacyjnych” (w Polsce udział gotówki i lokat w oszczędnościach to 46%, w krajach OECD średnio 35%).

Program zakłada powstanie Pracowniczych Planów Kapitałowych (PPK), które będą obowiązkowo tworzone przez przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 19 pracowników. Mniejsze firmy będą miały wybór między PPK a Indywidualnym Planem Kapitałowym (IPK). Do PPK zostaną automatycznie zapisani wszyscy zatrudnieni w wieku 19-55 lat, przy czym po 3 miesiącach pracownik będzie miał możliwość rezygnacji. W pierwszych dwóch latach PPK będą zarządzane przez Polski Fundusz Rozwoju TFI SA, który będzie oferował fundusze inwestycyjne dopasowane do wieku oszczędzających (fundusze zdefiniowanej daty). Po dwóch latach ubezpieczony będzie mógł przenieść środki do innego, prywatnego funduszu (łącznie koszty produktu nie mogą przekroczyć 0,6%). Fundusz będzie zasilany zarówno przez pracownika (2% wynagrodzenia plus 2% dobrowolne), pracodawcę (1,5%) a także poprzez obniżenie składki na Fundusz Pracy o 0,5% przez państwo. Oznacza to alokację do funduszu min. 4% wynagrodzenia. Rząd szacuje, że przy takiej wysokości składki i 75% partycypacji ubezpieczonych w systemie przyrost nowych oszczędności w III filarze wyniesie 12 mld PLN rocznie (przy 7% stawce, tj. uwzględniającej maks. dodatkowych płatności po stronie ubezpieczonego 22 mld PLN). Rząd chcąc zachęcić do oszczędzania planuje wprowadzić niższą stawkę opodatkowania inwestycji powyżej roku i inne zwolnienia podatkowe.

Elementem budowania krajowych oszczędności ma być segment nieruchomości. Aby to umożliwić powstaną Publiczne Fundusze Nieruchomości (polskie REIT).

Minister Morawiecki ogłosił również wstępne założenia dotyczące dalszych zmian w OFE. Główne założenia planu to: i) 35 mld PLN tj. ok 25% najbardziej płynnych aktywów OFE (obligacje, akcje zagraniczne, gotówka) zostanie przetransferowana do Funduszu Rezerwy Demograficznej (środki zarządzane przez Polski Fundusz Rozwoju, mają wspierać gospodarke, również finansować zachęty fiskalne dla budowania III filaru); ii) pozostałe aktywa w postaci polskich akcji (na dziś 103 mld PLN) trafi na Indywidualne Konta Emerytalne; iii) OFE zostaną przekształcone w TFI i będą zarządzały IKE; iv) w przypadku osiągnięcia wieku emerytalnego będzie istniała możliwość jednorazowej wypłaty 25% zgromadzonych środków – pozostała część wypłacana w formie emerytury okresowej lub dożywotniej.

Harmonogram wprowadzania programu zakłada, że do końca

br. potrważą konsultacje międzyresortowe i społeczne, na początku 2017 roku przygotowany zostanie pakiet zmian ustawowych (11 ustaw do zmiany), w połowie 2017 roku zakończony zostanie proces legislacyjny, nowe regulacje zaczną obowiązywać od 2018 roku.

Ocena projektu: Plan Morawieckiego może jeszcze ewaluować i nie znamy wielu jego szczegółów, jednak na dziś naszym zdaniem jest on nieco lepszym rozwiązaniem niż scenariusze dotychczas dyskutowane przez inwestorów, tj. przeniesienie aktywów OFE do BGK.

Główną zaletą tego rozwiązania jest to, że SP nie będzie bezpośrednio ingerował we władze spółek notowanych na GPW (poza tymi, w których już jest największym akcjonariuszem). Był to czynnik, który w zasadniczy sposób mógł odstraszać inwestorów zagranicznych i krajowych do inwestycji w małe i średnie spółki.

Drugim kluczowym czynnikiem jest potencjalna podaż akcji ze strony OFE. Tu widzimy kilka niedoprecyzowanych elementów planu. Jeżeli „nowe OFE” nie będą zasilane przepływami z ZUS na obecnych zasadach (najbardziej prawdopodobne) a jedynie poprzez dobrowolne wpłaty to trudno będzie im konkurować o kapitał z innymi produktami oszczędnościowymi. Pomimo niższych opłat za zarządzanie, ograniczona możliwość wycofania środków oraz mniejsza elastyczność produktowa (derywaty zapewne tak, ale już nie rynki zagraniczne) spowodują, że w konkurowaniu o kapitał z obecnymi TFI mają małe szanse. Oznacza to, że nowe OFE nie będą zasilane nową gotówką. Z drugiej strony przeniesienie do funduszy aktywów tylko w postaci akcji spółek notowanych na GPW będzie oznaczać, że w pierwszej kolejności fundusze będą musiały zrobić „poduszkę” płynnościową na umorzenia. Jeżeli miałyby to być jak obecnie 7% aktywów, oznacza to podaż na w drugiej połowie 2017 roku (zgodnie z planem zakończona legislacja, a więc znany % aktywów jaki ma trafić do FRD) na poziomie ok. 7 mld PLN. Realne odpływy – biorąc pod uwagę ilość osób wchodzących w okres emerytalny szacujemy raczej na 2-3 mld PLN. Nowym OFE będzie trudno „upłynnić portfel” w oparciu tylko o środki z dywidend, bo kolejny okres wypłat zacznie się dopiero w połowie 2018 roku (przy założeniu rozłożenia w czasie potencjalnych umorzeń aktywów dywidendy będą jednak zmniejszały presję na sprzedaż akcji). Jeżeli taki scenariusz (koniec napływu nowych środków) miałyby się nie zmaterializować, rząd musiałby wprowadzić zachęty do lokowania oszczędności w nowe OFE – te jednak będą zawsze alternatywą dla PPK, który z założenia ma większe spektrum inwestycji, w tym kluczowe dla rządu takie jak: infrastruktura, nieruchomości, itp.

Zgodnie z założeniami rządowego projektu fundusze w ramach PPK/IPK będą inwestowały m.in. na GPW, co naturalnie będzie stanowiło przeciwwagę do potencjalnej podaży ze strony OFE. Trudno nam jednak ocenić, jak duża część ich aktywów będzie alokowana na tym rynku. Przynajmniej w okresie, kiedy funduszami będzie zarządzał Polski Fundusz Rozwoju należy raczej zakładać, że finansowane będą inne projekty. W kręgu zainteresowania inwestycyjnego PFR mogą być jednak duże spółki, które z punktu widzenia państwa mają znaczenie strategiczne (PKO BP, PZU, KGHM, energetyka).

Reasumując, pomijając czynniki typowo rynkowe nowe OFE mogą być elementem podaży akcji, jednak jej skala i oddalenie w czasie, przy założeniu przewidywalności programu rządowego nie powinny być dla GPW znaczącym czynnikiem ryzyka.

**Michał Marczał**  
tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)



**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie Miesięcznym:**

**Budimex**

<b>rekomendacja</b>	<b>Akumuluj</b>	<b>Kupuj</b>
data wydania	2015-11-04	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	211,00	174,00
WIG w dniu rekomendacji	50367,53	44294,15

**BZ WBK**

<b>rekomendacja</b>	<b>Akumuluj</b>	<b>Kupuj</b>	<b>Akumuluj</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>Akumuluj</b>	<b>Kupuj</b>
data wydania	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04	2016-04-06	2016-05-06	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	285,25	260,20	297,50	295,55	257,05	262,30
WIG w dniu rekomendacji	46247,43	44294,89	46448,27	47790,29	46430,16	44294,15

**Handlowy**

<b>rekomendacja</b>	<b>Akumuluj</b>	<b>Akumuluj</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>Redukuj</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>Kupuj</b>
data wydania	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04	2016-04-06	2016-05-06	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	70,00	74,46	84,41	85,85	72,69	68,38
WIG w dniu rekomendacji	46247,43	44294,89	46448,27	47790,29	46430,16	44294,15

**Pekao**

<b>rekomendacja</b>	<b>Redukuj</b>	<b>Redukuj</b>	<b>Sprzedaj</b>	<b>Redukuj</b>
data wydania	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	147,50	139,40	156,70	129,65
WIG w dniu rekomendacji	46247,43	44294,89	46448,27	44294,15

**Synthos**

<b>rekomendacja</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>Redukuj</b>	<b>Trzymaj</b>
data wydania	2015-11-10	2016-02-02	2016-03-15	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	3,91	3,96	3,66	3,54
WIG w dniu rekomendacji	49428,71	44294,89	47299,51	44294,15

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku  
**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

**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 5% do 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.

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

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

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

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

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

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie 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.

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.

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

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

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, 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, 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, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwina, Skarbiec Holding, Sokółów, Solar, 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: HTL Strefa, PBKM. Assec 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.

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

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

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą 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 wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

## 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](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

**Jakub Szkopek**  
tel. +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł

**Piotr Bogusz**  
tel. +48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

**Michał Marczak**  
tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia, surowce, metale

**Paweł Szpigieli**  
tel. +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigieli@mbank.pl](mailto:pawel.szpigieli@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Michał Konarski**  
tel. +48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Piotr Zybala**  
tel. +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
tel. +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Anna Łagowska**  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mbank.pl](mailto:anna.lagowska@mbank.pl)

**Michał Roźmiej**  
tel. +48 22 697 49 85  
[michal.rozmiej@mbank.pl](mailto:michal.rozmiej@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
tel. +48 22 697 48 46  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Mariusz Adamski**  
tel. +48 22 697 48 47  
[mariusz.adamski@mbank.pl](mailto:mariusz.adamski@mbank.pl)

### Biuro Aktywnej Sprzedaży

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)