



Dom Maklerski

# Strategia dla rynku akcji

na III kwartał 2016 r.

# Prognozy kwartalne CEE

na II kwartał 2016 r.

Warszawa, lipiec 2016

- **Wydaje się, że negatywne informacje polityczne powoli zaczynają się poprawiać.** Z tego też powodu, dzięki silnym podstawom makroekonomicznym i już nie tak wysokim wycenom, z ostrożnym optymizmem zwracamy się ku regionalnym rynkom akcji, w tym w szczególności ku Polsce. Zapatrujemy się umiarkowanie pozytywnie (po raz pierwszy w ciągu ostatnich dwóch kwartałów) na rynek polski (oczekiwana stopa zwrotu od +1% do +4%), neutralnie na węgierski (oczekiwana stopa zwrotu +/- 0%) i pozytywnie na czeski (oczekiwana stopa zwrotu 0-2%). W ujęciu sektorowym preferujemy ekspozycję na spółki korzystające z inflacji cen (surowcowe), wybrane spółki finansowe i strukturalnie silne spółki o średniej kapitalizacji.
- **Rynki globalne prawdopodobnie błędnie dyskontują przyszłą politykę Fed.** W obliczu Brexitu i wyborów prezydenckich w USA inwestorzy nie martwią się już zaostrzeniem kursu przez Fed. Tym niemniej inflacja rośnie i może nieoczekiwanie przynieść straty długim pozycjom na obligacjach długoterminowych. Z drugiej strony, banki centralne nadal skupują papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu, zmuszając inwestorów do przechodzenia w bardziej ryzykowne klasy aktywów.
- **Globalny wzrost gospodarczy wciąż jest poniżej oczekiwań,** a wspierany był zaskakująco silną kreacją kredytu w Chinach i USA, którą obserwowaliśmy w ciągu ostatniego kwartału. Region CE3 wydaje się znajdować aktualnie w optymalnym punkcie – silny wzrost gospodarczy wspierany jest w zasadzie ze wszystkich stron.
- **Na rynkach wschodzących prawdopodobnie będziemy obserwować pogorszenie,** ponieważ informacje makroekonomiczne wydają się być teraz korzystniejsze dla gospodarek rozwiniętych. Z uwagi na fundamentalną poprawę (spadającą podaż i stabilny popyt) na szeregu rynków surowcowych oraz oczekiwania na impuls fiskalny wahamy się przed diametralną zmianą naszych prognoz dla uniwersum rynków wschodzących. Niemniej jednak nie jest już to bezsporny kandydat na przeważenie w portfelach (jak uważaliśmy w ciągu poprzednich dwóch kwartałów), a raczej kandydat na pozycję neutralną.
- **Czy w II połowie 2016 r. sytuacja na polskiej giełdzie w końcu się poprawi?** Informacje polityczne w Polsce ulegają poprawie. Wprawdzie nie podjęto jeszcze ostatecznej politycznej decyzji w tej sprawie, ale prywatne fundusze emerytalne mogą zostać przekształcone w prywatne fundusze inwestycyjne, co byłoby bardziej korzystnym rozwiązaniem dla giełdy, zamiast po prostu zostać znacjonalizowane. Nadal należy oczekiwać wzrostu wydatków socjalnych, ale przesunięto je na rok 2018 (czego dowodem jest niedawna decyzja rządu o obniżeniu wieku emerytalnego). Brak decyzji w zakresie kredytów frankowych wciąż jednak rzuca cień na krajowy sektor bankowy, choć naszym zdaniem znaczna część niepewności (przynajmniej 15 mld PLN kosztów konwersji) powinna już być uwzględniona w wycenach akcji podmiotów z sektora bankowego. Nie spodziewamy się, że inwestorzy zaczną nagle gromadnie wracać na rynek, ale uważamy, że sytuacja się poprawia, a na rynku może się powoli zaczynać proces re-ratingu.
- **Nasz portfel top-picks** koncentruje się na dwóch głównych obszarach: po pierwsze spółkach z ekspozycją na inflację (KGHM, PGNiG, PGE, MOL i Synthos) oraz po drugie na małych i średnich spółkach eksponowanych na sektory przemysłowy i konsumencki (m.in. Kęty, Forte, Alumetal, Amrest, Stalexport). Po stronie pozycji krótkich proponujemy BZ WBK, polskie rafinerie, LPP oraz PKP Cargo. Wciąż ostrożnie podchodzimy do polskich banków ze względu na wyceny i kwestię kredytów frankowych, podczas gdy zagraniczne banki (nie-polskie) operujące w regionie w ostatnim czasie doznały znaczącego re-ratingu.

# Top picki

TOP PICKS									
Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	Waluta	Cena (22.07.2016)	Cena docelowa	P/E 2016	EV/EBITDA 2016	Stopa dywidendy (za 2016)	Uzasadnienie	Analitik
PGNIG	32 568,0	PLN	5,52	6,03	13,2	4,9	3,5%	Perspektywa poprawy wyników w związku z rosnącymi cenami gazu oraz wzrost wyników w segmencie upstream.	Monika Kalwasińska
MOL	25 197,5	HUF	17 670,00	19 382,00	14,4	4,4	3,2%	Opcja na wzrost cen ropy naftowej, silny bilans i CF, zrównoważona działalność ogranicza ryzyko pogorszenia wyników r/r	Monika Kalwasińska
PGE	24 288,2	PLN	12,99	14,70	7,4	4,5	5,3%	Pozytywny wpływ wprowadzenia rynków mocy. Wzrost cen węgla energetycznego w Europie, może wpływać na podwyżki cen energii w Polsce.	Stanisław Ozga
KGHM	15 400,0	PLN	77,00	82,00	14,6	6,0	2,6%	Mocny wzrost ceny srebra i osłabienie PLN, odbicie cen miedzi i molibdenu.	Artur Iwański
Millennium	5 495,4	PLN	4,53	5,30	7,2	-	0,0%	Atrakcyjna wycena (7x raportowane zyski, 10x oczyszczone zyski); niesymetryczna wycena ryzyka CHF na tle innych banków	Jaromir Szortyka
Synthos	5 293,0	PLN	4,00	4,19	16,3	10,1	4,9%	Stopniowa poprawa makro (odbicie notowań SBR oraz polistyrenów) pozwoli na stopniową poprawę wyników spółki w kolejnych kwartałach.	Monika Kalwasińska
Amrest	5 161,4	PLN	243,30	276,80	27,5	11,5	0,0%	Pozytywne momentum na poprawę wyników, wzrost konsumpcji na większości rynków na których działa, przyspieszenie otwarć zaowocuje lepszymi wynikami także w 2017	Włodzimierz Giller
Kęty	3 063,5	PLN	324,05	374,00	12,0	9,5	4,8%	Dobra pierwsza poł. roku, solidna dywidenda (5% DY) oraz konsekwentna realizacja strategii wzrostu (+50% EBITDA w 3 lata). Idealna ekspozycja na przemysł.	Artur Iwański
Forte	1 643,2	PLN	68,75	74,00	14,5	10,9	1,7%	Mocna strona popytowa i sprzyjające makro to dobre warunki na potencjalne pozytywne niespodzianki w wynikach.	Piotr Łopaciuk
Alumetal	890,4	PLN	57,90	64,00	11,4	9,4	4,3%	Wycena oparta na średnich marżach ciągle zostawia potencjał do wzrostu. Dodatkowe wsparcie od strony dobrych wyników.	Piotr Łopaciuk
Stalexport	830,8	PLN	3,36	-	6,4	-	10,0%	Zdyskontowane dywidendy z autostrady przypadające na spółkę prawdopodobnie przewyższają obecną wartość rynkową. W krótkim terminie wyniki powinny być wsparte dynamicznym wzrostem ruchu na autostradzie.	Piotr Łopaciuk
Zetkama	723,1	PLN	108,30	-	11,8	7,6	3,0%	Segment motoryzacyjny może być sprawcą pozytywnej niespodzianki. Dobra ekspozycja przemysłowa.	Piotr Łopaciuk
Polenergia	563,1	PLN	12,39	24,10	9,4	5,2	4,0%	Kumulacja negatywnych informacji może być już w cenach. Możliwość wystawienia w aukcjach technologii hybrydowych.	Stanisław Ozga
ZPUE	547,1	PLN	390,80	465,00	10,8	8,2	4,0%	Ostatnia korekta ceny vs rozwijający się biznes w Polsce i eksporcie.	Piotr Łopaciuk
Wielton	534,3	PLN	8,85	-	11,2	8,5	5,0%	Wielton powinien włączyć drugi bieg z szybko rosnącą sprzedażą w Polsce i na Zachodzie i powoli odradzającą się Rosję. Liczymy na bardzo dobre wyniki.	Piotr Łopaciuk

TOP SELLS									
Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	Waluta	Cena (22.07.2016)	Cena docelowa	P/E 2016	EV/EBITDA 2016	Stopa dywidendy (za 2016)	Uzasadnienie	Analitik
BZ WBK	27 780,7	PLN	279,95	264,00	13,3	-	3,8%	Wysoka wycena na poziomie 1,4x BV przy perspektywach jednocyfrowego ROE w najbliższych latach. Ryzyko kredytów CHF	Jaromir Szortyka
PKN Orlen	27 275,0	PLN	63,77	65,60	6,7	4,5	3,4%	Negatywne momentum wynikowe na skutek pogorszenia marż rafineryjnych w związku z osłabieniem cracków na benzynę oraz pogorszenie marż petrochemicznych.	Monika Kalwasińska
LPP	9 447,6	PLN	5 148,00	4 319,00	31,5	15,4	0,5%	Pogarszające się wyniki przy wysokiej wycenie (P/E >30x), spadająca dynamika otwarć nowej powierzchni sklepowych	Włodzimierz Giller
Lotos	5 544,4	PLN	29,99	28,10	9,4	6,3	0,0%	Ryzyko pogorszenia wyników na skutek spadku marż rafineryjnych, poprawa w upstreamie niewystarczająca do zniwelowania pogorszenia wyników w downstreamie.	Monika Kalwasińska
PKP Cargo	1 551,9	PLN	34,65	45,00	-	6,4	0,0%	Pojawiły się pierwsze zwiastuny poprawy - pytanie czy nie startujemy ze zbyt niskiego poziomu (ujemny CF ponad 200mln PLN) i bardzo szybko rosnący dług.	Piotr Łopaciuk

# Rozliczenie portfela modelowego

## Stopy zwrotu z portfela modelowego

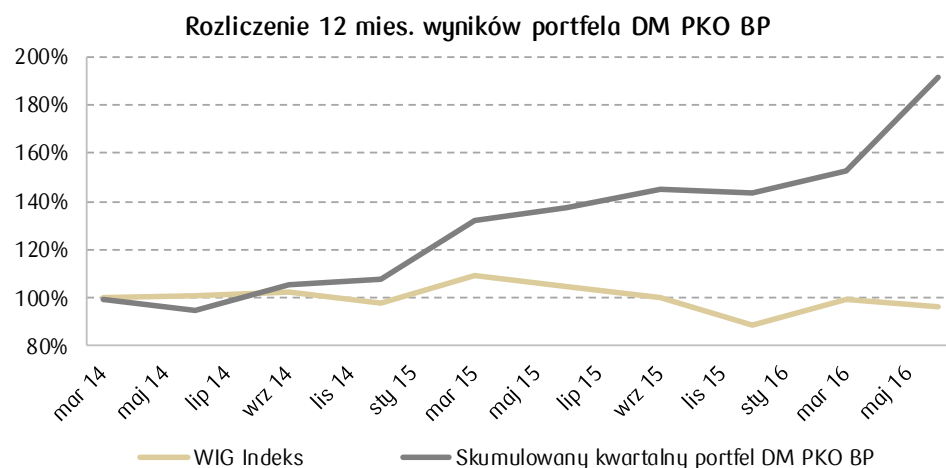
Za ostatni kwartał rozliczeniowy nasz portfel modelowy (licząc w złotówce) osiągnął stopę zwrotu na poziomie 25% (uwzględniając zyski na pozycjach krótkich) podczas gdy indeks WIG stracił w tym czasie 3%.

Licząc za ostatnie 12 miesięcy nasze portfele modelowe przyniosły stopę zwrotu na poziomie 40% podczas gdy indeks WIG stracił 8%.

Obliczona stopa zwrotu jest równo ważona, naturalnie więc stopa zwrotu z naszego portfela modelowego jest pochodną bardzo dobrej selekcji małych i średnich spółek.

TOP PICKS				
Spółka	Zwrot (w PLN)	Cena (22.07.2016)	Cena (15.04.2016)	Analityk
PZU	-18%	29,40	35,80	Jaromir Szortyka
PGE	-5%	12,99	13,61	Stanisław Ozga
MOL	12%	17670,00	16 300	Monika Kalwasińska
Synthos	-1%	4,00	4,04	Monika Kalwasińska
Kęty	7%	324,05	318,85	Artur Iwański
Forte	17%	68,75	59,50	Piotr Łopaciuk
Neuca	15%	349,50	309,00	Adrian Skłodowski
Amica	13%	190,10	171,50	Piotr Łopaciuk
Wirtualna Polska	2%	46,52	45,49	Włodzimierz Giller
Alumetal	24%	57,90	48,63	Piotr Łopaciuk
Wielton	20%	8,85	7,50	Piotr Łopaciuk
ZE PAK	59%	11,39	7,16	Stanisław Ozga
Torpol	-5%	10,10	11,40	Piotr Łopaciuk
<b>Średnia</b>	<b>10,9%</b>			
<b>WIG</b>	<b>-3,2%</b>			

TOP SELLS				
Spółka	Zwrot (w PLN)	Cena (22.07.2016)	Cena (15.04.2016)	Analityk
Pekao	13%	128,00	154,10	Jaromir Szortyka
PKN Orlen	10%	63,77	72,24	Monika Kalwasińska
BZ WBK	0%	279,95	294,00	Jaromir Szortyka
mBank	10%	309,65	340,00	Jaromir Szortyka
LPP	29%	5148,00	6 624,40	Włodzimierz Giller
Grupa Azoty	19%	74,55	89,90	Monika Kalwasińska
PKP Cargo	30%	34,65	45,00	Piotr Łopaciuk
<b>Średnia</b>	<b>15,8%</b>			



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

## Sektor finansowy ..... Str. 49

Dzięki rozliczeniu transakcji Visy, sektor bankowy zaraportuje dobre wyniki za 2Q16. Łączny zysk netto dla analizowanych przez nas banków wzrośnie o 26% r/r i 33% kw/kw. Oczyszczając jednak wyniki o zdarzenia jednorazowe spodziewamy się istotnego spadku zysków (-19% r/r i -15% kw/kw), za co w dużej mierze odpowiada podatek bankowy. Wynik odsetkowy powinien wzrosnąć średnio o ok. 11% r/r i 2% kw/kw, co wynika z rosnących wolumenów oraz obniżenia kosztu depozytów. Rozczarować może natomiast wynik prowizyjny (-6% r/r na poziomie zagregowanym) z uwagi na słabe przychody z obszaru rynków kapitałowych (działalność maklerska i zarządzanie aktywami). Z niebankowych spółek z sektora finansowego, zwracamy uwagę na słabe wyniki PZU, obciążone słabym wynikiem inwestycyjnym na portfelu akcyjnym.

Oczekujemy w tym kwartale znaczącego wzrostu raportowanych wyników nie-polskich banków operujących w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Suma zysków netto pokrywanych przez nas banków (bez Monety, dla której brak porównywalnych danych) powinna sięgnąć 927 mln euro w drugim kwartale 2016 roku. Takie wyniki oznaczają 55% wzrost raportowanych sumarycznych wyników licząc r/r oraz 83% kw./kw. W ujęciu wyników skorygowanych o jednorazowe transakcje (przede wszystkim transakcja Visa oraz jednorazowe koszty w 2gim kwartale 2015) dynamiki osiągnęłyby 15% r/r oraz 23% kw./kw.

## Sektor paliwowy ..... Str. 67

Drugi kwartał w sektorze paliwowym będzie zróżnicowany w zależności od skali eskpozycji poszczególnych spółek na downstream i upstream. Bazując na oczyszczonych wynikach EBITDA LIFO ze względu na spadek marż rafineryjnych oraz petrochemicznych każda ze spółek paliwowych pokaże pogorszenie wyników r/r. W przypadku PKN Orlen wyniki zostaną wsparte zaksięgowaniem odszkodowania dla Unipetrolu, a z kolei w przypadku Lotosu pojawią się odpisy związane z rewaluacją aktywów wydobywczych. PGNiG zaraportuje pogorszenie wyników r/r ze względu na odpis aktualizujący w segmencie wydobywczym. W przypadku spółek paliwowych wzrost cen ropy naftowej w 2Q16 będzie miał pozytywne przełożenie na raportowane wyniki w związku z zaksięgowaniem pozytywnego efektu przeszacowania zapasów.

## Sektor energetyczny ..... Str. 73

W II kwartale nastąpił wzrost zużycia energii o 2,2% r/r, przy czym ze względów pogodowych szczególnym miesiącem był czerwiec, w którym zużycie wzrosło o ponad 4%. Produkcja energii w kwartale wzrosła jedynie o 0,5%, ze względu na import energii ze Szwecji, Ukrainy i Litwy. Na węglu kamiennym zanotowano wzrost produkcji o 2,6%, a na węglu brunatnym spadek o 8,5% głównie ze względu na remonty w Bełchatowie. Warunki wietrzne były słabe i wzrost produkcji w el. wiatrowych wyniósł jedynie 10%. Ceny energii na giełdzie TGE zachowywały się relatywnie stabilne, i reagowały głównie na zmiany cen CO2, małe były natomiast wolumeny. W czerwcu uchwalone zostały ustawy odnośnie inwestycji w farmy wiatrowe oraz nowelizacja ustawy OZE. Efektem niepewności związanej z nowymi regulacjami był istotny spadek cen zielonych certyfikatów do ok. 70 PLN oraz odpisy dotyczące farm wiatrowych.

Notowania spółek energetycznych znajdowały się pod presją ze względu na zawirowania odnośnie wypłaty dywidend oraz odpisy z tytułu utraty wartości dotyczące farm wiatrowych. W lipcu wsparciem dla kursów spółek było przedstawienie programu rynków mocy.

## Handel hurtowy i detaliczny ..... Str. 81

Wśród spółek handlu detalicznego odzież, wyróżniać się będzie CCC, który zanotuje dwucyfrową poprawę wyniku dzięki wysokiej sprzedaży. LPP ze słabymi wynikami znajdzie się na drugim biegunie. Pozytywną r/r dynamikę przychodów i zysków powinni zanotować dystrybutorzy żywności, Eurocash i Jeronimo Martins, Emperia natomiast zanotuje płaski wynik netto z powodu utraty marży. Kolejny solidny kwartał powinien pokazać także restauracyjny Amrest.

Po serii komunikatów dotyczących nieprawidłowości w naliczeniu podatku VAT w Action, istotnie rośnie ryzyko dalszych postępowań skarbowych w całej branży dystrybutorów IT, dlatego też zmieniamy nasze nastawienie do całej branży na negatywne.

## Telekomunikacja i media ..... Str. 95

Spadające przychody z telefonii stacjonarnej i lekki przyrost sprzedaży w segmencie komórkowym powinien charakteryzować obraz rynku polskiego w 2 kwartale 2016 roku. Obok Orange Polska i Netii walczącymi ze spadkiem marż EBITDA, najlepiej powinien wypaść Cyfrowy Polsat, nie posiadający ekspozycji na telefonię stacjonarną i korzystający na oglądalności Euro 2016.

Z kolei wśród telekomów z regionu widoczna będzie dalsza presja na przychody w głosowej telefonii stacjonarnej, a także stabilizacja w segmencie mobilnym. Oczekujemy niewielkiej presji na marże, co będzie możliwe dzięki dużej kontroli kosztów. Efekt cięć stawek roamingu od 30 kwietnia 2016 r. będzie ograniczony i w części skompensowany wzrostem ruchu. Negatywny wpływ będzie widoczny najbardziej dla Telekomu Austria, w związku z dużym udziałem roamingu w EBITDA (10-15%), oraz dla Hrvatskiego Telekomu, jednak w przypadku tego drugiego negatywny efekt będzie bardziej widoczny w przyszłym roku, wraz z cięciem stawek hurtowych.

Podnoszenie cen reklam oraz konsolidacja nowych platform powinny zaowocować dwucyfrową dynamiką sprzedaży i EBITDA w Wirtualnej Polsce, przy stabilnych marżach (efekt dźwigni operacyjnej będzie znoszony przez wyższy udział niżej-marżowego e-commerce).

## Sektor chemiczny ..... Str. 104

2Q16 r. w sektorze chemicznym będzie udany przede wszystkim dla Ciechu, który zanotuje poprawę wyników na poziomie EBITDA w związku ze wzrostem wolumenów sprzedaży oraz spadkiem cen kluczowych surowców. Z kolei niższe koszty finansowe przełożą się na poprawę wyników na poziomie netto. Wyniki Synthosu ze względu na negatywny wpływ awarii w Unipetrolu oraz spadek sprzedaży produkt-surowiec będą niższe r/r. Grupa Azoty pokaże niewielki spadek zysków r/r przede wszystkim ze względu na szybszą dynamikę spadku cen nawozów w porównaniu z dynamiką spadku kosztu surowców używanych do produkcji.

## Sektor wydobywczy ..... Str. 108

W drugim kwartale 2016 r. spółki surowcowe pokażą przyzwoite wyniki, biorąc pod uwagę niskie ceny metali. Najważniejsze to obecne odbicie cen na rynkach i poprawiające się perspektywy. Jeżeli inflacja surowców utrzyma się dłużej to wszystkie spółki przez nas analizowane wydają się mieć istotny potencjał wzrostu.

## Przemysł i inne ..... Str. 113

Ciągle stawiamy na polski przemysł, w szczególności na eksporterów. Strona popytowa jest mocna (wyróżniające się sektory to motoryzacja i meblarstwo) a bieżące wyniki są wspierane przez spadające / niskie ceny surowców i słabą złotówkę. Główne ryzyka dla segment to koniunktura i wzrost cen surowców. W sporej mierze podtrzymujemy nasz dobór top pick'ów, w tym kwartale stawiając na: Kęty, Alumetal, Forte, Wielton, Zetkama i ZPUE. W tych wszystkich przypadkach liczymy na dobre wyniki kwartalne wspierające długoterminowy pozytywny fundamentalny trend.

## Sektor deweloperski ..... Str. 128

W II kwartale br. wciąż utrzymywała się bardzo dobra koniunktura na rynku mieszkaniowym. Dynamika sprzedaży r/r dla deweloperów giełdowych jednak znacznie się obniżyła do ok 3% z 12% w I kwartale. Wynikało to częściowo z efektu wyższej bazy, ale także z faktu, że część spółek nie zdążyła wprowadzić do sprzedaży nowych inwestycji.

Nadal bardzo wysoki pow. 30% jest udział mieszkań kupowanych za gotówkę, co wskazuje, że zakupy inwestycyjne wciąż wspomagają sprzedaż. Mimo wyczerpywania się środków z MdM program ten obejmuje nadal ponad 20% mieszkań. W maju i czerwcu oczekiwany był spadek dynamik kredytów hipotecznych, które rosły od początku 2016 r.

W przypadku deweloperów komercyjnych oczekujemy umiarkowanych zysków z wyceny nieruchomości obejmujących zarówno spadek stóp zwrotu z inwestycji jak i rewaluację nowych projektów.

# Spis treści (sektory)

## **Sektor budowlany** ..... Str. 135

Segment budowlany w tej chwili generuje rekordowe marże. Składa się na to portfel kontraktów zawartych w czasach wyższych cen materiałów i spadek głównych cen materiałów. Po stronie ryzyka: opóźniające się kontrakty współfinansowane z budżetu UE i w związku z tym nasilająca się konkurencja, niepewność co do przyszłego kształtu budżetu UE i odbicie cen materiałów. Tym razem (ze względu na rosnące ryzyko inwestycyjne w segmencie) nie mamy, żadnych top pick'ów w segmencie a relatywnie w ramach sektora najbardziej podoba się nam Budimex.

## **Sektor IT** ..... Str. 141

Wśród spółek IT największy potencjał do poprawy wyników drzemie w Asseco Business Solutions. Spodziewamy się poprawy na wszystkich liniach biznesowych oraz dalszej ekspansji geograficznej. Asseco Poland pokaże wzrosty sprzedaży na wszystkich rynkach (akwizycje w 2H16), na niższej marży, w konsekwencji wynik netto płasko r/r. W ASEE spodziewamy się wzrostu przychodów i spadku rentowności. Na płaskie wyniki Macrologic w 2Q16 wpłynęła duża ilość zmian legislacyjnych (w tym JPK), w konsekwencji mniejsza liczba nowych wdrożeń.

## **Kalendarz** ..... Str. 146

# Spis treści (spółki)

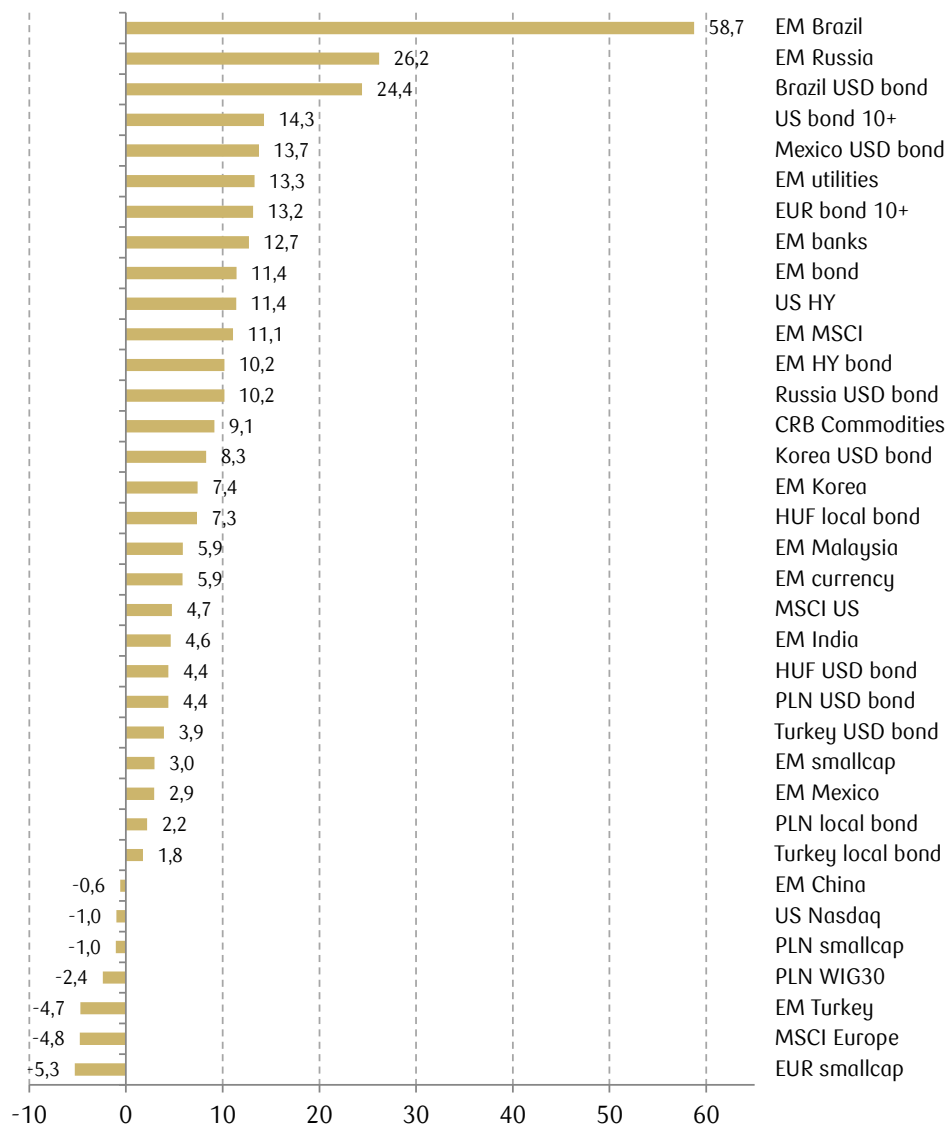


Dom Maklerski

AB .....	82	Forte .....	118	Otmuchów .....	120
ABC Data .....	83	Getin Noble Bank .....	54	OTP Bank .....	63
Action .....	84	GPW .....	55	Pekabex .....	138
Alior Bank .....	50	Grupa Azoty .....	106	Pekao .....	64
Alumetal .....	114	GTC .....	132	Pelion .....	94
Amica .....	115	Handlowy .....	56	Pfleiderer Grajewo .....	121
AmRest .....	85	Hrvatski Telekom .....	97	PGE .....	77
Apator .....	116	ING BSK .....	57	PGNiG .....	71
Asbis .....	86	Inter Cars .....	90	PHN .....	133
Asseco Business Solutions .....	142	Jeronimo Martins .....	91	PKN Orlen .....	72
Asseco Poland .....	143	JSW .....	110	PKP Cargo .....	122
Asseco SEE .....	144	Kęty .....	119	Polenergia .....	78
Atal .....	129	KGHM .....	111	PZU .....	65
Benefit Systems .....	117	Komercni .....	58	Raiffeisen Bank .....	66
Bogdanka .....	109	Kruk .....	59	Robyg .....	134
Budimex .....	136	Lotos .....	68	Sanok Rubber Company .....	123
BZ WBK .....	51	LPP .....	92	Stalexport .....	124
CCC .....	87	Macrologic .....	145	Synthos .....	107
CEZ .....	74	Magyar Telekom .....	98	Tauron .....	79
Ciech .....	105	mBank .....	60	Telekom Austria .....	102
Cyfrowy Polsat .....	96	Millennium .....	61	Torpol .....	139
Dom Development .....	130	MOL .....	69	Trakcja PRkil .....	140
Echo .....	131	Moneta Money Bank .....	62	Wielton .....	125
Elektorbudowa .....	137	Netia .....	99	Wirtualna Polska .....	103
Emperia .....	88	Neuca .....	93	ZE PAK .....	80
Enea .....	75	Norils Nickel .....	112	Zetkama .....	126
Energa .....	76	O2 Czech Republic .....	100	ZPUE .....	127
Erste Bank .....	52	OMV .....	70		
Eurocash .....	89	Orange Polska .....	101		



Stopa zwrotu w 2016 r. (w EUR)



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP, ceny z dnia 21.07.2016

Od początku roku mieliśmy do czynienia z początkiem nowej hossy... albo solidnej korekty wzrostowej, sądząc przynajmniej po dodatnich stopach zwrotu z głównych klas aktywów.

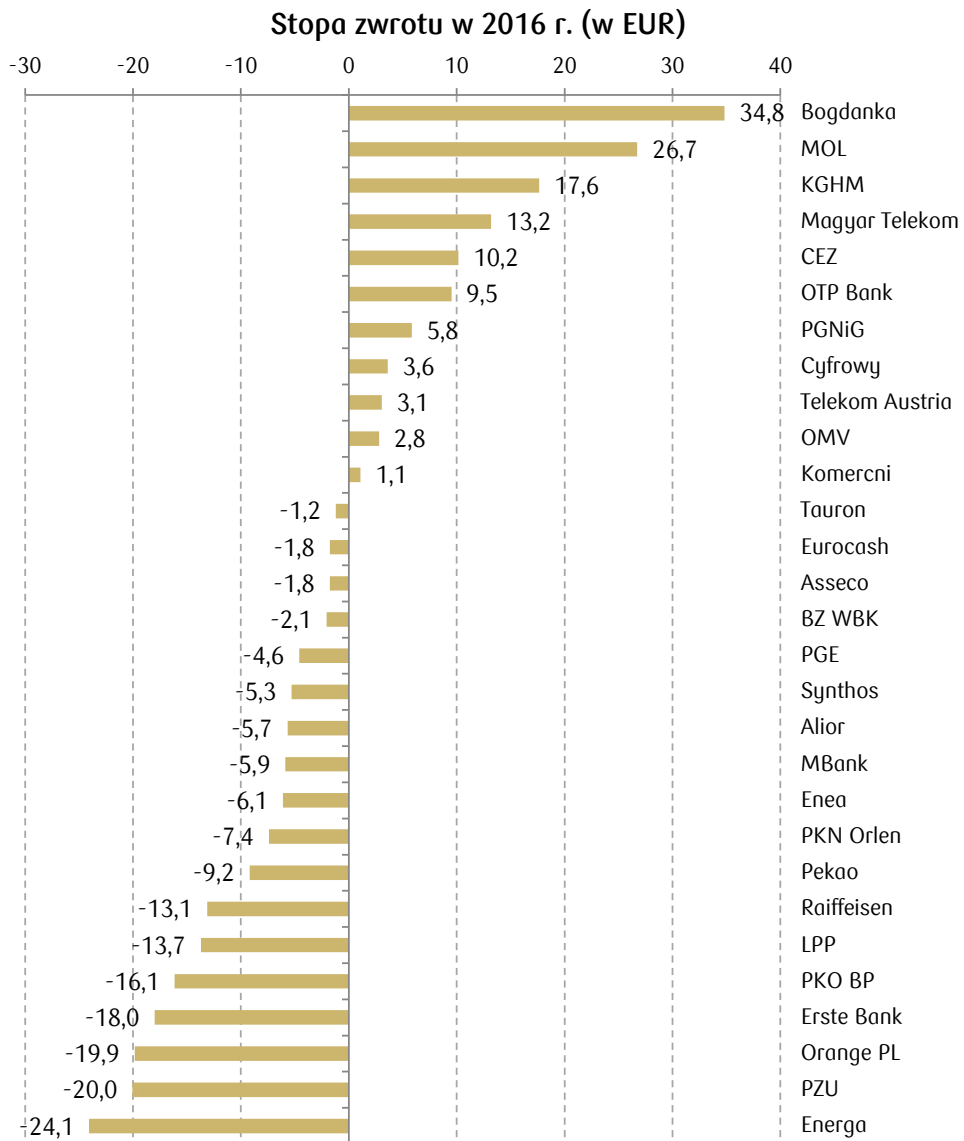
Inwestycje o wysokim współczynniku beta (akcje spółek brazylijskich i rosyjskich, obligacje meksykańskie i tureckie) odbiły się od dna, ale jednocześnie – paradoksalnie – dwucyfrowe stopy zwrotu przyniosły także inwestycje bezpieczne, jak długoterminowe obligacje amerykańskie i strefy euro. Ten paradoks może po prostu wskazywać na coraz większe uzależnienie strategii inwestycyjnych od interwencji banków centralnych.

Stopy zwrotu z akcji w regionie CE3 były ponownie dramatycznie słabe (zgodne z naszymi oczekiwaniami, przedstawionymi w dwóch poprzednich edycjach strategii) i słabe wyniki europejskich rynków akcji.

Narastająco od początku roku WIG30 spadł o -2,4% a czeski indeks PX o -7,2%, ale z drugiej strony węgierski BUX wzrósł o 16,2%. Małe i średnie spółki ogólnie rzecz biorąc nie spełniły pokładanych w nich oczekiwań, choć w Polsce ich akcje przyniosły jednak niewielkie zyski.

W ujęciu sektorowym, spółkom energetycznym i bankom z gospodarek wschodzących udało się odrobić straty poniesione w I kwartale; radziły sobie one lepiej niż szeroki rynek, podczas gdy spółki wydobywcze z rynków wschodzących kontynuują gwałtowny wzrost.

# Rynki: wyniki w regionie CEE



W rankingu stóp zwrotu od początku roku dominują spółki zagraniczne i przedsiębiorstwa z sektora wydobywczego. Nie jest niespodzianką, że trzy spółki telekomunikacyjne także wypracowały sobie miejsce w rankingu podmiotów o pozytywnej stopie zwrotu.

Na dole rankingu znajdują się duże instytucje finansowe – banki zarówno polskie, jak i regionalne, które są wrażliwe na spadek cen banków europejskich. Przeceny nie uniknęło także kilka drogich spółek z sektora handlowego (LPP). Na koniec wreszcie, większość polskich spółek energetycznych zajmuje środkową część rankingu wyników.

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP, ceny z 21.07.2016

MSCI Index	Stopa zwrotu (% w euro)		Wycena		Zmiana Fwd EPS (%)		
	2 kw.'16	YTD	12M Fwd P/E	vs. historia	Stopa dywidendy	2 kw.'16	YTD
World	6,9	2,6	16,3	2,5	2,6	1,3	-0,5
EM	8,8	10,0	12,1	14,2	2,6	0,4	-0,8
Europe	1,5	-4,3	15,0	14,0	3,7	0,4	-6,5
US	8,6	5,3	17,5	16,7	2,1	1,9	0,5
Japan	7,6	-3,0	13,4	-17,8	3,4	-5,8	-11,1
Asia-Pacific	9,0	6,1	13,5	-6,3	2,7	0,7	-0,1
China	8,2	-1,5	11,2	-5,9	2,4	-8,5	-13,3
Poland	-11,5	-3,8	11,7	-2,9	3,9	0,5	-3,9
Czech Rep.	4,6	4,9	14,4	19,6	6,4	-5,5	-12,1
Hungary	5,8	17,5	11,3	21,5	2,7	7,6	11,3
Romania	6,9	6,8	9,9	16,2	5,5	10,5	0,4
Turkey	-16,3	-3,3	7,4	-20,4	3,6	0,8	5,5
Russia	11,4	23,9	6,4	-12,3	4,6	5,8	1,6
ACWI Banks	3,7	-11,1	10,2	-18,4	4,1	-2,3	-7,2
EUR Banks	-11,7	-28,9	8,8	-9,6	5,4	-8,7	-18,8
EM Banks	9,3	12,1	7,9	-32,5	3,8	0,3	0,0
PL Banks	-13,1	-7,5	13,0	-0,4	4,0	2,8	-2,0
PL Banks *	-13,1	-7,5	15,1	15,4	4,2	3,3	0,9
TR Banks	23,3	-7,6	6,1	-25,5	2,1	4,9	9,0
ACWI Energy	13,6	15,0	30,3	194,2	3,6	20,2	-14,3
EM Energy	10,4	21,2	9,3	4,8	3,3	7,1	-3,6
EUR Refining	1,1	0,5	7,1	-32,4	4,5	4,4	10,8
ACWI Materials	11,2	12,2	17,8	32,8	2,3	7,1	0,0
EM Materials	8,8	20,8	11,5	15,0	2,8	17,3	17,4
ACWI Industrials	6,7	6,5	16,3	2,5	2,5	1,6	3,3
EM Industrials	3,8	2,2	13,9	21,9	2,0	0,1	-0,5
ACWI Utilities	7,6	12,1	17,0	19,9	3,6	-1,1	-1,1
EM Utilities	7,9	12,5	9,8	-19,7	3,7	3,9	10,2
PL Utilities	13,6	-6,4	6,1	-32,4	3,1	-3,2	-4,8
ACWI Consumer	3,3	-1,3	15,6	-11,4	2,1	0,5	1,3
EM Consumer	5,9	4,7	14,9	26,6	1,7	-5,8	-4,4
EM Small Cap	0,1	-4,6	12,9	31,6	2,0	1,8	0,0
ACWI Small Cap	8,2	4,6	18,9	12,8	2,0	0,7	-0,4
PL SWIG/MWIG	-4,1	-1,0	11,7	-8,3	2,8	-0,5	-0,9

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP, ceny z dnia 21.07.2016

Drugi kwartał przyniósł przewidywane odbicie oczekiwań rynkowych dotyczących przyszłych wyników prognozowanych – z kilkoma istotnymi wyjątkami.

Banki globalne (w szczególności europejskie) nadal odczuwały znaczne spadki prognoz wyników; to samo dotyczy rynku japońskiego i chińskiego. Globalne (w tym polskie) spółki energetyczne także były pod tym względem pod presją.

Spółki konsumenckie na rynkach wschodzących także doznały korekty prognoz wyników w dół – w dalszej części raportu pokazujemy słabość akcji kredytowej w uniwersum gospodarek wschodzących (z wyłączeniem Chin), który być może leży u podstaw tego zaskakującego trendu.

Z drugiej strony silny wzrost prognozowanych wyników odnotowano w sektorze energetycznym i wydobywczym.

Akcje polskich dużych spółek nie są już wyceniane z historyczną premią. Przy P/E na poziomie 11,7x i oczekiwanej stopie dywidendy 3,9% (konsensus prawdopodobnie przewyższa faktyczne wypłaty dywidend), są one obecnie tańsze niż akcje uniwersum rynków wschodzących (P/E 12,1x i stopa dywidendy 2,6%). Oczekujemy, że dynamika wyników polskich big capów wzrośnie do 7,6% w 2017 r. i utrzyma się na poziomie 6,7% w 2018 r.

Akcje polskich banków w dalszym ciągu wyceniane są według prognozowanego dwuletniego wskaźnika P/E na poziomie 15,1x, czyli ze znaczną premią względem banków uniwersum rynków wschodzących, ale oczekiwana stopa dywidendy na poziomie 4,2% jest teraz wyższa od tej z sektora banków z rynków wschodzących.

W kontekście regionalnym, przy prognozowanym P/E 11,3x i stopie dywidendy na poziomie jedynie 2,7%, rynek węgierski nie wydaje się już tani w porównaniu do innych państw regionu CE3



# Rynki: wycena spółek o małej i średniej kapitalizacji (1)



Dom Maklerski

Spółka	Mcap	Zysk netto						P/E			Stopa dyw. (%)		Udział OFE gru 15 (%)	Zmiana EPS (%)			Zmiana EPS (%)		Zmiana ceny (%)
		2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2015	2016P	2017P	2016P	2017P		2015	2016P	2017P	lip 16	YTD	
Millennium	5 495	472	536	651	658	505	531	8,4	10,9	10,3	0,0	0,0	27,5	1,1	-23,3	5,1	3,9	3,9	-23,5
Getin Noble Bank*	1 140	333	400	360	133	78	211	8,6	14,6	5,4	0,0	0,0	27,9	-63,1	-41,1	169,2	-6,3	-28,3	-34,4
Kruk*	3 660	81	98	152	184	231	252	19,9	15,9	14,5	1,0	1,2	45,4	21,4	25,1	9,2	3,3	15,1	13,4
Warsaw Stock Exchange	877	106	114	112	120	115	125	11,5	11,9	11,0	7,2	6,3	30,3	7,1	-4,2	8,7	-12,5	-11,5	-12,6
Idea Bank*	1 853	24	104	241	277	297	n.a.	6,7	6,2	n.a.	0,0	0,0	n.a.	14,8	7,2	n.a.	n.a.	n.a.	-8,5
Kredyt Inkaso*	272	18	17	33	45	46	50	6,1	5,9	5,5	0,0	3,3	20,2	35,3	2,6	8,5	3,9	6,5	-27,2
Altus TFI*	751	21	38	36	49	58	63	15,4	12,9	11,8	0,0	7,6	13,3	34,7	19,5	8,9	23,7	24,3	17,1
Quercus TFI*	342	14	39	31	32	36	40	10,6	9,5	8,6	0,0	8,7	10,5	2,4	12,1	10,8	0,3	7,3	-3,0
<b>Sektor finansowy</b>	<b>14 389</b>	<b>1 069</b>	<b>1 345</b>	<b>1 617</b>	<b>1 498</b>	<b>1 366</b>	<b>1 271</b>	<b>9,6</b>	<b>10,5</b>	<b>11,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>27,4</b>	<b>-7,4</b>	<b>-8,8</b>	<b>-6,9</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-10,5</b>
Amrest	5 161	98	6	46	157	183	221	32,9	28,3	23,3	0,0	0,0	47,9	241,2	16,4	21,1	3,0	9,2	11,8
CD Projekt*	3 142	28	15	5	413	126	53	7,6	25,0	59,1	0,0	0,0	21,2	n.m.	-69,5	-57,8	8,3	-42,3	23,6
Intercars*	4 154	101	148	178	199	209	246	20,8	19,9	16,9	0,2	0,3	42,8	12,2	4,6	18,2	2,8	-0,5	-0,8
Prime Car*	410	n.a.	44	63	39	40	41	10,4	10,3	9,9	16,0	9,3	20,9	-37,3	1,1	4,3	-0,9	-16,4	-3,4
Emperia	711	20	15	31	47	50	67	15,1	14,2	10,6	0,0	0,0	31,7	51,6	n.m.	n.m.	-1,0	-9,4	-21,1
Agora*	508	-9	0	-13	9	14	19	58,0	37,3	27,2	6,4	5,0	54,7	n.m.	55,6	37,2	-6,0	103,6	-5,5
Benefit*	1 456	29	26	39	46	63	71	32,0	23,1	20,6	0,0	2,2	25,4	18,0	38,5	12,5	6,0	19,8	14,4
Wirtualna	738	7	2	4	56	81	99	13,2	9,1	7,5	0,0	4,7	n.a.	n.m.	44,6	22,2	4,9	10,7	11,0
Vistula*	579	12	45	20	31	36	43	18,7	15,9	13,5	0,0	0,0	33,4	52,8	17,2	17,7	1,7	8,4	3,9
Work Service*	651	20	26	36	39	51	61	16,8	12,8	10,7	0,0	0,0	8,5	6,9	31,4	19,9	4,7	-12,9	-37,5
Monnari*	336	8	17	30	25	31	36	13,5	10,7	9,3	1,5	1,7	4,1	-18,0	25,6	15,9	0,3	-10,6	0,8
Bytom*	190	-5	1	5	13	15	17	14,8	13,1	10,9	0,0	2,2	9,8	n.m.	12,8	20,0	4,3	3,4	-13,8
CI Games*	378	-20	30	2	-8	25	49	-	-	7,7	0,0	0,0	2,6	n.m.	n.m.	95,0	0,0	-38,8	10,3
Rainbow Tours*	171	3	14	32	32	41	45	5,4	4,2	3,8	4,4	0,4	12,3	-1,7	27,8	11,4	3,9	14,1	-6,3
<b>Sektor konsumencki</b>	<b>18 586</b>	<b>293</b>	<b>389</b>	<b>479</b>	<b>1 096</b>	<b>963</b>	<b>1 070</b>	<b>17,0</b>	<b>19,3</b>	<b>17,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>33,3</b>	<b>128,8</b>	<b>-12,2</b>	<b>11,1</b>	<b>3,0</b>	<b>-6,3</b>	<b>0,0</b>
Kety **	3 063	117	153	169	207	220	223	14,8	13,9	13,7	2,0	4,1	69,7	22,5	6,3	1,4	1,6	8,5	-3,3
Ciech	3 109	-431	49	167	203	431	365	15,3	7,2	8,5	4,8	4,9	20,2	21,6	112,3	-15,3	-2,0	18,8	-38,1
Sanok	1 567	46	69	86	95	109	113	16,5	14,4	13,9	1,7	5,0	51,7	10,9	14,7	3,7	1,6	3,2	-10,0
Amica	1 478	46	89	78	102	113	118	14,5	13,1	12,5	2,1	2,5	37,0	30,6	10,8	4,4	4,2	6,8	1,6
Forte	1 643	34	58	75	84	91	99	19,6	18,1	16,6	1,5	1,6	39,9	12,0	8,3	8,8	2,9	-0,1	18,5
Apator	688	98	71	84	61	77	81	11,3	8,9	8,5	3,7	3,8	30,9	-27,4	26,2	5,2	-2,7	n.a.	-11,7
Uniwheels*	1 913	56	57	98	155	178	213	12,3	10,8	9,0	4,7	4,7	n.a.	58,7	14,3	20,1	16,7	30,1	12,3
Newag	626	56	37	78	65	28	31	9,6	22,4	20,2	3,6	7,2	30,5	-17,0	-56,9	10,7	-24,2	6,7	-35,7
Grajewo*	1 839	50	153	103	120	107	104	15,3	17,2	17,7	3,5	4,1	27,6	16,2	-10,8	-2,8	12,2	2,9	3,8
Alumetal	890	34	36	59	80	75	66	11,1	11,9	13,5	4,4	4,3	30,0	35,6	-6,3	-12,0	9,7	15,9	13,5
Police*	1 620	104	47	64	146	188	198	11,1	8,6	8,2	0,0	2,4	16,6	129,8	28,8	5,3	n.a.	n.a.	-23,9
Snieżka*	715	45	45	41	48	56	59	15,0	12,7	12,1	5,3	5,4	29,3	16,2	17,9	4,9	n.a.	11,5	12,6
Zetkama	723	23	25	30	33	54	58	21,9	13,4	12,5	0,0	6,4	20,8	11,4	63,6	7,4	2,1	57,0	8,5
Famur*	1 411	272	208	100	52	57	73	26,9	24,6	19,3	0,0	0,0	19,3	-47,8	9,4	27,7	18,8	-33,6	36,7
Paged*	820	29	58	61	82	80	91	10,0	10,3	9,0	0,0	0,0	0,1	34,5	-2,4	13,9	-11,3	-4,7	-1,2
Arctic Paper*	342	-102	-132	50	-61	44	62	-5,7	7,8	5,5	0,0	0,0	4,8	n.m.	-172,5	41,0	37,3	n.m.	15,1
<b>Sektor przemysłowy</b>	<b>22 448</b>	<b>477</b>	<b>1 023</b>	<b>1 343</b>	<b>1 473</b>	<b>1 908</b>	<b>1 954</b>	<b>15,2</b>	<b>11,8</b>	<b>11,5</b>	<b>2,6</b>	<b>1,7</b>	<b>30,6</b>	<b>9,7</b>	<b>29,6</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>10,5</b>	<b>2,7</b>

# Rynki: wycena spółek o małej i średniej kapitalizacji (2)



Dom Maklerski

Spółka	Mcap	Zysk netto						P/E			Stopa dyw. (%)		Udział OFE gru 15 (%)	Zmiana EPS (%)			Zmiana EPS (%)		Zmiana ceny (%)	
		2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2015	2016P	2017P	2016P	2017P		2015	2016P	2017P	lip16	YTD		YTD
mIn PLN																				
Budimex	4 606	186	300	192	220	290	320	20,9	15,9	14,4	4,5	4,6	24,2	14,6	31,8	10,3	0,1	4,0	-11,1	
Trakcja	540	-12	30	50	53	53	53	10,2	10,2	10,2	3,2	2,3	26,4	7,0	0,0	0,0	2,4	17,5	-21,4	
Elektrobudowa	485	40	17	27	59	46	35	8,2	10,5	13,9	3,9	4,0	77,9	118,5	-22,0	-23,9	-7,4	-8,4	-33,2	
Torpol	232	6	5	25	36	13	17	6,4	17,8	13,6	3,4	6,4	0,3	43,9	-63,9	30,8	-33,1	-37,3	-27,2	
Unibep *	374	17	14	20	24	32	39	15,5	11,6	9,7	1,6	2,0	19,7	21,4	34,1	20,1	5,7	26,8	-16,7	
Mostostal Zabrze *	212	-11	7	19	31	21	25	6,9	10,0	8,4	0,0	0,0	23,3	65,5	-31,7	19,4	4,7	12,9	-8,2	
Echo	1 882	50	60	70	80	90	100	23,5	20,9	18,8	115,6	4,8	39,8	14,3	12,5	11,1	-6,2	-13,5	38,9	
GTC *	2 378	-401	-616	-769	189	577	404	12,6	4,1	5,9	0,0	0,0	35,3	n.m.	205,3	-30,0	-7,4	-8,4	-9,9	
Robygg	768	25	29	45	42	93	86	18,3	8,3	8,9	6,8	7,1	20,7	-6,7	121,4	-7,5	1,4	55,5	5,2	
Dom Development	1 316	91	54	56	78	92	92	16,9	14,3	14,3	6,1	7,4	19,5	39,3	17,9	0,0	3,5	20,2	-3,6	
LC Corp *	882	69	74	76	98	93	142	9,0	9,5	6,2	9,1	0,0	31,0	27,9	-4,7	52,7	6,8	12,0	7,0	
Pekabex	276	11	13	16	18	19	22	15,3	14,5	12,5	0,6	1,4	n.a.	12,5	5,6	15,8	10,6	n.a.	5,9	
Polnord *	346	26	-41	18	12	14	29	29,4	24,7	12,1	0,0	0,0	8,0	-35,1	19,1	103,6	16,0	68,3	-30,3	
PHN	699	-188	107	108	105	46	57	6,6	15,0	12,2	2,8	5,4	24,3	-2,7	-55,8	23,6	-4,6	-4,3	-28,9	
JW Construction *	355	10	11	8	0	68	55	-	5,2	6,5	0,0	0,0	4,2	-101,6	n.m.	-19,1	n.a.	1,1	-22,9	
ZPUE	508	29	42	36	45	50	47	11,3	10,2	10,8	3,7	4,3	33,7	26,0	11,1	-6,0	n.a.	22,5	12,2	
<b>Nieruchomości i budownictwo</b>	<b>15 350</b>	<b>-82</b>	<b>64</b>	<b>-39</b>	<b>1 044</b>	<b>1 548</b>	<b>1 476</b>	<b>14,7</b>	<b>9,9</b>	<b>10,4</b>	<b>17,5</b>	<b>0,8</b>	<b>21,6</b>	<b>n.m.</b>	<b>48,2</b>	<b>-4,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,5</b>	<b>-9,9</b>	
Netia	1 560	-88	46	175	28	1	-3	56,6	n.m.	n.m.	8,9	4,5	31,5	-84,2	-96,4	n.m.	-34,2	-68,5	-14,6	
Neuca	1 553	64	85	94	100	109	113	15,5	14,2	13,7	1,4	1,4	10,7	6,6	9,1	3,7	2,2	2,5	-4,4	
Bioton *	721	38	-6	4	11	n.a.	n.a.	63,8	n.a.	n.a.	0,0	0,0	2,8	207,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-32,9	
Medicalgorithmics *	862	7	11	15	21	38	52	41,2	22,6	16,7	0,8	1,2	35,2	44,0	82,6	35,3	34,0	21,7	4,4	
Farmacol	920	114	125	104	108	110	113	8,5	8,4	8,1	0,0	0,0	39,1	4,2	1,9	2,7	0,9	-6,0	-24,4	
Pelion	431	57	100	56	45	39	47	9,6	11,1	9,2	0,0	0,0	47,5	-19,6	-13,3	20,5	-8,3	-28,7	-12,4	
Comarch *	950	41	25	68	58	54	78	16,3	17,6	12,2	0,0	0,6	39,4	-14,2	-7,3	43,8	5,6	8,9	20,9	
Asseco BS *	659	27	27	29	33	37	44	20,1	17,6	15,0	5,1	0,0	31,2	14,9	13,9	17,6	n.a.	n.a.	24,4	
Asseco *	4 542	370	360	358	366	366	385	12,4	12,4	11,8	5,5	5,4	40,3	2,2	0,0	5,2	-2,9	-2,8	-4,4	
LiveChat*	1 197	2	6	10	22	41	44	53,5	29,3	27,0	2,3	2,4	7,2	130,9	82,6	8,4	n.a.	34,7	8,1	
AB	436	42	57	68	62	62	58	7,0	7,0	7,5	2,4	3,0	56,2	-8,8	0,0	-6,5	1,1	-6,1	-15,9	
Action	153	48	62	70	38	21	26	4,0	7,3	5,9	11,1	11,1	24,6	-45,7	-44,7	23,8	-48,8	-52,0	-48,9	
ABC Data	348	31	59	33	50	52	56	7,0	6,7	6,2	14,0	13,3	21,5	50,2	4,0	7,7	5,4	-11,6	-0,6	
PKP Cargo	1 552	268	74	59	295	165	179	5,3	9,4	8,7	0,0	5,2	29,8	400,3	-44,1	8,5	-45,9	-54,1	-56,0	
Stalexport	831	9	59	60	113	103	107	7,4	8,1	7,8	0,0	0,0	5,1	86,8	-8,8	3,9	9,6	41,8	2,0	
Stalprodukt *	1 353	63	73	91	217	163	150	6,2	8,3	9,0	0,9	0,7	6,1	138,3	-24,8	-7,9	19,3	-29,9	-0,9	
Wawel *	1 462	67	80	88	94	91	99	15,6	16,0	14,7	2,1	3,4	24,8	6,4	-2,4	8,7	1,6	-13,2	-17,9	
Astarta *	1 188	192	94	-285	38	270	335	31,2	4,4	3,5	0,0	0,0	18,0	n.m.	611,1	24,0	2,5	6,4	25,6	
Kernel *	4 899	683	388	-280	359	814	930	13,6	6,0	5,3	1,6	1,6	16,5	n.m.	126,7	14,3	3,9	15,9	5,7	
Colian *	646	46	27	21	58	51	53	11,1	12,7	12,2	1,2	0,0	11,0	178,8	-12,1	3,7	0,9	-10,3	-19,0	
ZM Kania*	275	6	15	32	35	55	59	7,9	n.a.	n.a.	0,0	0,0	0,0	10,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-16,6	
ZE PAK *	579	406	217	174	88	21	174	6,6	27,6	3,3	0,0	0,0	31,7	-49,4	-76,2	727,0	34,1	n.a.	12,0	
Polenergia	563	93	6	31	79	59	44	7,1	9,5	12,8	4,0	0,0	17,1	154,1	-25,7	-25,4	n.a.	-12,9	-62,4	
<b>Pozostale</b>	<b>27 679</b>	<b>2 587</b>	<b>1 990</b>	<b>1 074</b>	<b>2 318</b>	<b>2 723</b>	<b>3 143</b>	<b>11,9</b>	<b>10,2</b>	<b>8,8</b>	<b>2,6</b>	<b>0,6</b>	<b>24,3</b>	<b>115,9</b>	<b>17,5</b>	<b>15,4</b>	<b>-3,9</b>	<b>-6,4</b>	<b>-4,4</b>	
<b>Razem:</b>	<b>98 451</b>	<b>4 343</b>	<b>4 812</b>	<b>4 473</b>	<b>7 429</b>	<b>8 508</b>	<b>8 914</b>	<b>13,3</b>	<b>11,6</b>	<b>11,0</b>	<b>4,3</b>	<b>0,9</b>	<b>27,5</b>	<b>66,1</b>	<b>14,5</b>	<b>4,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,1</b>		

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP \* konsensus Bloomberg \*\* Znorn. Zyski

# Rynki: analiza polskiego budżetu

Polska (dane w mld PLN)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P
PKB	1362	1460	1595	1636	1694	1872	1949	2058
Deficyt budżetowy jako % PKB	-3,3	-1,7	-2,1	-2,6	-1,7	-2,4	-2,8	-2,8
Deficyt publiczny jako % PKB	-6,2	-3,8	-2,4	-3,0	-2,3	-2,4	-3,1	-2,9
Dług budżetowy	701,8	771,1	793,9	814,4	780,0	834,6	879,6	937,1
Dług publiczny jako % PKB (ESA)	55,0	56,4	55,6	56,6	51,2	51,3	52,0	52,5
Dług budżetowy jako % PKB (MF)	52,8	53,5	52,7	54,8	47,1	46,6	45,1	45,5
<b>Dochody publiczne</b>	<b>551,2</b>	<b>604,2</b>	<b>651,1</b>	<b>650,3</b>	<b>677,2</b>	<b>687,8</b>	<b>663,4</b>	<b>677,6</b>
<b>Dochody budżetowe</b>	<b>250,3</b>	<b>277,6</b>	<b>287,6</b>	<b>279,2</b>	<b>283,5</b>	<b>289,1</b>	<b>315,3</b>	<b>317,3</b>
<b>1. Przychody: podatki</b>	<b>222,6</b>	<b>243,2</b>	<b>248,3</b>	<b>241,7</b>	<b>254,8</b>	<b>257,6</b>	<b>276,2</b>	<b>284,0</b>
VAT	107,9	120,8	120,0	113,4	124,3	124,5	128,7	134,7
Podatek akcyzowy	55,7	58,0	60,4	60,7	61,6	62,8	64,1	66,1
Podatek dochodowy od osób prawnych	21,8	24,9	25,1	23,1	23,3	25,8	31,6	31,3
Podatek dochodowy od osób fizycznych	35,6	38,1	39,8	41,3	43,0	45,0	46,9	47,9
Podatek od gier	0,8	1,5	2,8	3,2	2,7	2,8	4,9	4,0
<b>2. Przychody: inne</b>	<b>24,5</b>	<b>32,3</b>	<b>38,9</b>	<b>37,6</b>	<b>28,8</b>	<b>29,2</b>	<b>37,4</b>	<b>31,4</b>
FUS: składki	89,8	102,5	121,9	128,2	130,9	144,1	150,7	160,4
JST: dochody	162,8	171,3	178,2	183,3	194,1	199,0	200,7	209,4
<b>Wydatki publiczne</b>	<b>635,8</b>	<b>660,1</b>	<b>689,3</b>	<b>699,2</b>	<b>716,9</b>	<b>731,8</b>	<b>737,9</b>	<b>737,8</b>
<b>Wydatki budżetowe</b>	<b>294,9</b>	<b>302,7</b>	<b>318,0</b>	<b>321,3</b>	<b>312,5</b>	<b>331,7</b>	<b>368,5</b>	<b>374,8</b>
<b>1. Dotacje i subwencje</b>	<b>145,2</b>	<b>148,5</b>	<b>155,4</b>	<b>155,2</b>	<b>152,3</b>	<b>168,6</b>	<b>197,0</b>	<b>205,5</b>
Subwencje ogólne	46,9	48,1	50,4	51,0	50,9	51,3	53,0	53,0
Subwencje FUS	38,1	37,5	40,0	37,1	30,4	42,1	44,8	44,0
Subwencje FER	14,9	15,1	15,2	15,8	16,1	17,0	17,8	20,5
Dotacje dla jednostek samorządu terytor.	20,7	20,5	20,4	21,5	23,0	23,9	30,9	36,9
Dotacje podmiotowe uczelni	11,0	11,1	11,6	12,6	13,8	13,8	14,9	14,5
Inne	13,6	16,2	17,8	17,2	18,1	20,5	35,6	36,6
<b>2. Świadczenia na rzecz osób fizycznych</b>	<b>20,9</b>	<b>21,9</b>	<b>23,3</b>	<b>24,5</b>	<b>24,4</b>	<b>25,3</b>	<b>25,3</b>	<b>25,4</b>
<b>3. Wydatki bieżące jednostek budżetowych</b>	<b>53,9</b>	<b>55,3</b>	<b>57,2</b>	<b>58,4</b>	<b>60,0</b>	<b>62,3</b>	<b>68,9</b>	<b>67,9</b>
<b>4. Wydatki majątkowe</b>	<b>15,4</b>	<b>14,9</b>	<b>13,6</b>	<b>12,9</b>	<b>15,3</b>	<b>14,9</b>	<b>17,7</b>	<b>16,0</b>
<b>5. Wydatki na obsługę długu Skarbu Państwa</b>	<b>34,1</b>	<b>36,0</b>	<b>42,1</b>	<b>42,5</b>	<b>34,5</b>	<b>29,1</b>	<b>31,8</b>	<b>32,0</b>
<b>6. Środki własne UE</b>	<b>14,3</b>	<b>14,7</b>	<b>26,7</b>	<b>28,5</b>	<b>26,1</b>	<b>30,1</b>	<b>28,4</b>	<b>28,0</b>
FUS: wydatki	161,7	167,0	174,9	183,8	193,9	200,4	207,8	216,8
JST: wydatki	177,8	181,6	181,6	183,8	196,9	196,4	208,5	
Deficyt budżetowy	-44,6	-25,1	-30,4	-42,1	-29,0	-42,6	-54,7	-57,5
Deficyt sektora publicznego	-84,7	-55,9	-37,6	-48,9	-39,6	-44,1	-59,5	-56,1

Źródło: Ministerstwo Finansów, DM PKO BP

Polski budżet na rok 2016 ma solidne podstawy. Łączny pobór podatku VAT po czerwcu narastająco od początku roku zwiększył się o 4,6 mld PLN (czyli 8%). Pobór podatku od sprzedaży detalicznej i podatku bankowego prawdopodobnie będzie niższy od początkowych oczekiwań, ale z nawiązką zrównoważą to dodatkowe przychody z banku centralnego i z tytułu aukcji częstotliwości. Pobór PIT jest w górę 27% podczas gdy dochody z CIT wzrosły prawie 7%. Wydatki zmniejszyły się jeżeli chodzi o obsługę długu (-14%), natomiast pozostałe kategorie wydatków wzrosły.

Skumulowany deficyt do czerwca osiągnął 18,6 mld zł wobec deficytu na poziomie 19,6 mld zł w zeszłym roku.

W roku 2017 do budżetu dojdą wydatki związane z dodatkowym wsparciem prorodzinnym w wysokości 4 mld PLN, ale większość wydatków socjalnych przesunięto na rok 2018. Zapewnia to znacznie więcej pola do manewru w zakresie celu deficytowego na rok 2017, przez co zapewne uda się go utrzymać poniżej 3%.

W roku 2018 (na rok przed wyborami) na deficyt wpływ będą miały decyzje związane z obniżeniem wieku emerytalnego (koszt na poziomie 10 mld PLN) oraz zwiększeniem kwoty wolnej od podatku (ok. 7 mld PLN), o ile nie zostaną one skompensowane w drodze ujednolicenia systemu PIT.

Proponowane zmiany systemowe w systemie prywatnych ubezpieczeń emerytalnych OFE mogą zapewnić od 3 mld do 6 mld PLN, co w pewnym stopniu zrównoważy koszty wynikające z obniżenia wieku emerytalnego. Rząd liczy także na dodatkowe przychody w wysokości przynajmniej 12 mld PLN w 2018 r. dzięki poprawie ścisłości podatku.



# Rynki: analiza węgierskiego budżetu

Węgry (dane w mld HUF)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016P
PKB	25 626	27 635	28 628	30 065	32 180	33 712	35 142
Deficyt budżetowy jako % PKB	-4,3	-4,3	-1,9	-2,6	-2,3	-2,2	-2,2
Deficyt publiczny jako % PKB	-4,4	-5,6	-2,3	-2,5	-2,6	-2,2	-2,2
Dług budżetowy	19 821	20 533	20 369	21 881	23 570	23 944	25 899
Dług publiczny jako % PKB (ESA)	81,8	81,4	79,2	79,7	78,9	74,9	74,0
Dług budżetowy jako % PKB (MF)	77,3	74,3	71,2	72,8	73,2	71,0	73,5
<b>Dochody publiczne</b>	<b>12 419</b>	<b>12 940</b>	<b>13 481</b>	<b>14 720</b>	<b>12 516</b>	<b>12 685</b>	<b>12 929</b>
<b>Dochody budżetowe</b>	<b>8 468</b>	<b>8 375</b>	<b>8 790</b>	<b>9 849</b>	<b>7 498</b>	<b>7 847</b>	<b>7 855</b>
<b>1. Przychody: podatki</b>	<b>6 190</b>	<b>5 973</b>	<b>6 234</b>	<b>6 720</b>	<b>7 453</b>	<b>7 346</b>	<b>7 807</b>
VAT	2 314	2 420	2 577	2 810	3 036	3 202	3 298
Podatek akcyzowy	857	873	916	913	919	961	970
Podatek dochodowy od osób prawnych	1 022	1 015	1 173	1 187	1 286	1 151	1 070
Podatek dochodowy od osób fizycznych	1 864	1 470	1 496	1 654	1 753	1 823	1 805
Podatek od gier	134	196	72	156	459	209	664
<b>2. Przychody: inne</b>	<b>405</b>	<b>368</b>	<b>331</b>	<b>663</b>	<b>1 107</b>	<b>853</b>	<b>751</b>
<b>Składki na ubezpieczenia społ.</b>	<b>4 396</b>	<b>4 522</b>	<b>4 520</b>	<b>4 673</b>	<b>4 276</b>	<b>4 276</b>	<b>4 532</b>
<b>Wydatki publiczne</b>	<b>13 539</b>	<b>14 538</b>	<b>13 990</b>	<b>15 540</b>	<b>13 338</b>	<b>13 431</b>	<b>13 706</b>
<b>Wydatki budżetowe</b>	<b>9 301</b>	<b>10 107</b>	<b>10 015</b>	<b>10 492</b>	<b>9 291</b>	<b>8 037</b>	<b>8 147</b>
<b>1. Dotacje i subwencje</b>	<b>2 742</b>	<b>2 701</b>	<b>2 400</b>	<b>2 303</b>	<b>2 614</b>	<b>2 691</b>	<b>2 496</b>
Subwencje mieszkaniowe i rodzinne	780	753	941	878	811	824	795
Dotacje dla samorządów	1 260	1 196	1 043	711	724	668	662
Subwencje dla mediów i transportu	355	384	321	441	457	476	478
Inne	348	369	95	272	622	723	561
<b>2. Świadczenia na rzecz osób fizycznych</b>	<b>160</b>	<b>1 249</b>	<b>185</b>	<b>413</b>	<b>468</b>	<b>441</b>	<b>673</b>
<b>3. Wydatki bieżące jednostek budż.</b>	<b>4 203</b>	<b>4 435</b>	<b>5 066</b>	<b>5 563</b>	<b>3 288</b>	<b>3 418</b>	<b>3 605</b>
<b>4. Wydatki na obsługę długu</b>	<b>1 146</b>	<b>1 063</b>	<b>1 202</b>	<b>1 326</b>	<b>1 346</b>	<b>1 172</b>	<b>1 132</b>
<b>5. Środki własne UE</b>	<b>460</b>	<b>491</b>	<b>521</b>	<b>556</b>	<b>841</b>	<b>1 039</b>	<b>800</b>
<b>Wydatki na ubezpieczenia społeczne</b>	<b>4 396</b>	<b>4 522</b>	<b>4 524</b>	<b>4 935</b>	<b>3 594</b>	<b>4 871</b>	<b>4 998</b>
<b>Deficyt budżetowy</b>	<b>-854</b>	<b>-1 727</b>	<b>-611</b>	<b>-643</b>	<b>-1 793</b>	<b>-190</b>	<b>-292</b>
<b>Deficyt sektora publicznego</b>	<b>-1 120</b>	<b>-1 598</b>	<b>-508</b>	<b>-820</b>	<b>-822</b>	<b>-746</b>	<b>-777</b>

Źródło: Bank Centralny Węgier, Urząd Statystyczny Węgier, DM PKO BP, \* - z wyłączeniem instytucji centralnych i innych docho dów jedno stek budż.

W maju 2016 r. deficyt budżetu centralnego (w oparciu o oficjalne dane statystyczne) sięgnął 99 mld HUF w porównaniu do rocznego celu na poziomie 756 mld HUF (i prognozowanej przez bank centralny kwoty 777 mld HUF) oraz zeszłorocznego deficytu na poziomie 589 mld HUF. Na podstawie przepływów pieniężnych (analizowanych przez Ministerstwo Gospodarki), do czerwca deficyt sięgnął 515 mld HUF (w porównaniu do zeszłorocznej kwoty 823 mld HUF), co stanowi najniższy deficyt w ciągu ostatnich 15 lat.

Łączne przychody od stycznia do maja spadły o -0,9%, mimo że wpływy z CIT wzrosły o 94% (138 mld HUF), VAT o 2,8% (34,6 mld HUF), akcyzy o 7,9% (29,4 mld HUF), a PIT o 2,1% (15 mld HUF). Spadek wpływów spotęgowało obniżenie pozostałych przychodów instytucji budżetowych o 171,5 mld HUF. Rząd zauważył, że wprowadzenie kas fiskalnych powiązanych online z urzędami skarbowymi poprawiło ściągalność podatków.

Należy zauważyć, że przychody instytucji centralnych i pozostałe przychody (lub wydatki) jednostek budżetowych wyłączone są z naszych danych dotyczących przychodów budżetu centralnego; uwzględniliśmy je po stronie przychodów w bieżących wydatkach, ale wyłączyliśmy z wydatków centralnych.

Łączna kwota wydatków budżetu centralnego spadła o 11,0% wskutek oszczędności z tytułu kosztów obsługi długu (spadek o 110 mld HUF), niższych środków na cele socjalne i inne (34 mld HUF) oraz niższych wypłat instytucji centralnych i pozostałych przychodów (lub wydatków) jednostek budżetowych (spadek o 356 mld HUF), co najpewniej obejmuje także niższe współfinansowanie projektów unijnych,

W roku 2017 rząd planuje impuls fiskalny, wskutek którego deficyt (na podstawie przepływów pieniężnych) miałby sięgnąć 1166 mld HUF (cel deficytowy wg metodologii ESA 2,4%).



# Rynki: analiza czeskiego budżetu

Czechy (dane w mld CZK)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016P
PKB	3 954	4 023	4 042	4 077	4 261	4 472	4 629
Deficyt budżetowy jako % PKB	-4,4	-2,7	-3,9	-1,3	-1,9	-0,4	-0,6
Deficyt publiczny jako % PKB	-4,5	-4,3	-2,3	-1,2	-1,8	-0,7	
Dług budżetowy	1 327	1 463	1 649	1 665	1 648	1 673	1 737
Dług budżetowy jako % PKB	38,2	39,9	44,7	45,1	42,7	41,1	41,1
<b>Dochody publiczne</b>	<b>1 423</b>	<b>1 431</b>	<b>1 498</b>	<b>1 556</b>	<b>1 572</b>	<b>1 728</b>	
<b>Dochody budżetowe</b>	<b>1 000</b>	<b>1 013</b>	<b>1 051</b>	<b>1 091</b>	<b>1 134</b>	<b>1 233</b>	<b>1 180</b>
<b>1. Przychody: podatki</b>	<b>936</b>	<b>961</b>	<b>983</b>	<b>999</b>	<b>1 032</b>	<b>1 088</b>	<b>1 150</b>
VAT	188	192	200	220	230	237	248
Podatek akcyzowy	131	139	140	136	134	143	142
Podatek dochodowy od osób prawnych	98	91	98	92	99	109	114
Podatek dochodowy od osób fizycznych	164	172	174	179	186	194	205
Składki socjalne	356	367	372	372	383	405	442
<b>2. Przychody: inne</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>75</b>	<b>82</b>	<b>108</b>	<b>87</b>	<b>20</b>
Składki społeczne	216	220	224	229	241	252	255
<b>Wydatki publiczne</b>	<b>1 602</b>	<b>1 430</b>	<b>1 590</b>	<b>1 606</b>	<b>1 666</b>	<b>1 773</b>	
<b>Wydatki budżetowe</b>	<b>1 157</b>	<b>1 155</b>	<b>1 152</b>	<b>1 172</b>	<b>1 211</b>	<b>1 296</b>	<b>1 250</b>
<b>1. Dotacje i subwencje</b>	<b>353</b>	<b>364</b>	<b>319</b>	<b>355</b>	<b>334</b>	<b>376</b>	<b>302</b>
Subwencje	105	105	108	130	106	102	108
Dotacje dla samorządów	175	176	151	169	171	177	125
Inne	72	84	60	56	57	97	70
<b>2. Świadczenia pracownicze</b>	<b>98</b>	<b>90</b>	<b>90</b>	<b>92</b>	<b>96</b>	<b>104</b>	<b>109</b>
<b>3. Wydatki bieżące</b>	<b>227</b>	<b>281</b>	<b>259</b>	<b>56</b>	<b>57</b>	<b>64</b>	<b>52</b>
<b>4. Obsługa zadłużenia</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>57</b>	<b>58</b>	<b>56</b>	<b>53</b>	<b>52</b>
<b>5. Środki własne UE</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>35</b>	<b>37</b>	<b>39</b>	<b>36</b>	<b>41</b>
Wydatki na ubezpieczenia społeczne	223	226	230	230	239	252	
Deficyt budżetowy	-156	-143	-101	-81	-75	-63	-70
Deficyt sektora publicznego	-180	-171	-93	-50	-75	-32	

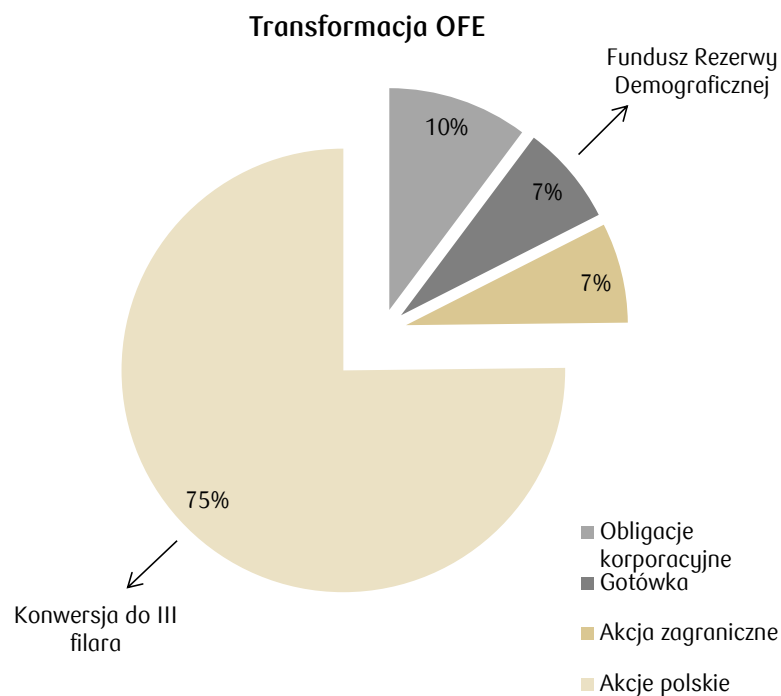
Źródło: Bank Centralny Czech, Czeski Urząd Statystyczny, OECD, DM PKO BP

Na koniec czerwca dane dotyczące czeskiego budżetu są dobre – nadwyżka narastająco od początku roku wynosi 40,6 mld CZK (w porównaniu do 22,6 mld CZK w 2015 r.), a planowany roczny deficyt to 70 mld CZK. Jest to najlepszy wynik od 1993 r.

Wpływy z podatku dochodowego wzrosły o 9,2%, a z VAT o 4,4% (4,6 mld CZK). Należy pamiętać, że na wpływy z VAT ma technicznie wpływ niższa o 3,7 mld CZK kwota wpływów spowodowana różnicami w podziale przychodów między budżetem centralnym a budżetami regionalnymi. Wyższe wpływy z VAT osiągnięto dzięki silnemu wzrostowi gospodarczemu, choć jednocześnie rząd ogłosił, że w 2016 r. spodziewa się wzrostu wpływów o 10 mld CZK z uwagi na wprowadzenie elektronicznych deklaracji VAT.

Łączne wydatki budżetu centralnego spadły o 0,5% r/r; najwyższy wzrost odnotowano w zakresie wypłaconych emerytur (wzrost o 10 mld CZK), a największy spadek w dziedzinie nakładów inwestycyjnych (spadek o 15 mld CZK).

Na rok 2017, czeskie Ministerstwo Finansów przygotowało projekt budżetu z deficytem na poziomie 60 mld, przychodami rządu 1260 mld CZK, a wydatkami na poziomie 1320 mld CZK. Wstępny projekt przewiduje podniesienie wynagrodzeń urzędniczych o od 4% do 8% i indeksację emerytur o 1,7%. Z uwagi na nadchodzące wybory do Senatu (które odbędą się 7 i 8 października) oraz wybory regionalne, nie możemy wykluczyć prób zwiększenia wydatków w 2017 r.



Ministerstwo Rozwoju przedstawiło wstępne koncepcje przeorganizowania systemu emerytalnego. Plan rządowy opiera się na dwóch głównych filarach:

1. Wdrożeniu powszechnego systemu dobrowolnych pracowniczych planów emerytalnych w ramach trzeciego filara (Pracownicze Plany Kapitałowe),
2. Reformie systemu OFE – część aktywów została by przeniesiona do państwowego Funduszu Rezerwy Demograficznej, a część została by przekonwertowana w oszczędności w ramach trzeciego filara.

### Pracownicze Plany Kapitałowe

- Automatyczne przystąpienie z możliwością wycofania się w ciągu pierwszych 3 miesięcy
- Składki rządu 4-7% wynagrodzenia: 1) pracodawca 1,5% (+1% dobrowolnie), 2) państwo 0,5%, 3) pracownik 2% (+2% dobrowolnie)
- Ograniczony dostęp do oszczędności aż do przejścia na emeryturę
- Na pierwszym etapie funkcję zarządzającego funduszem sprawowały by państwowy Polski Fundusz Rozwoju, oferując produkty o okresie dopasowanym do profilu emerytalnego beneficjentów.
- Ministerstwo szacuje, że program przyniosłby 12-22 mld PLN rocznie nowych oszczędności, które zostały by zainwestowane w zdywersyfikowane aktywa

### Reforma systemu OFE

- Wstępne założenie polega na podziale aktywów zgromadzonych obecnie w OFE
- 25% aktywów (ok. 35 mld PLN), obejmujących głównie gotówkę, akcje zagraniczne i obligacje korporacyjne, przeniesione zostały by do państwowego Funduszu Rezerwy Demograficznej w celu wsparcia równowagi systemu ubezpieczeń społecznych, mając tym samym pozytywne implikacje dla budżetu państwa.
- 75% aktywów (tj. ok. 100 mld PLN akcji polskich) zostały by przekonwertowane w oszczędności w ramach trzeciego filara.
- OFE zostały by przekształcone w fundusze akcyjne.

## OFE: napływy/odpływy w ramach obecnego systemu (zakładając obniżkę wieku emerytalnego)

	2016	2017	2018	2019	2020
Napływy brutto	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6
Odpływy brutto z tytułu suwaka	-4,0	-6,9	-6,6	-6,2	-6,8
<b>Odpływy netto do ZUS</b>	<b>-0,8</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,2</b>

Źródło: DM PKO BP

## Potencjalny wpływ zaproponowanych rozwiązań

	2018	2019	2020
Napływy do Pracowniczych Programów Emerytalnych	3,0	3,0	3,0
Odpływy z tytułu osiągnięcia wieku emerytalnego	-0,7	-1,2	-2,1
Rotacja aktywów w nowych OFE	-7,5	-7,5	-7,5
<b>Odpływy netto</b>	<b>-5,2</b>	<b>-5,7</b>	<b>-6,6</b>

Źródło: DM PKO BP

## Potencjalny wpływ na rynek akcji:

Naszym zdaniem wpływ tego rozwiązania na rynek kapitałowy będzie miał dwojaki charakter. Z jednej strony wdrożenie Pracowniczych Planów Kapitałowych może przynieść popyt na akcje w wysokości ok. 2-4 mld PLN rocznie. Z drugiej strony, konwersja portfela akcji polskich obecnych OFE w trzeci filar oszczędnościowy powoduje ryzyko, że beneficjenci będą konwertować portfele czysto akcyjne na rzecz rozwiązań bardziej zdywersyfikowanych (według naszych szacunków ok. 5-10% zarządzanych aktywów rocznie). Rząd rozważa nałożenie ograniczeń na ilość aktywów, które będzie można przekonwertować rocznie, aby ograniczyć podaż polskich akcji. Dodatkowo spodziewamy się odpływów wynikających z osiągnięcia wieku emerytalnego; w pierwszych latach obowiązywania tego programu takie odpływy byłyby jednak ograniczone, ponieważ większość aktywów zostałaby wcześniej przeniesiona w ramach mechanizmu suwaka.

Ogólnie rzecz biorąc, postrzegamy przedstawione koncepcje jako wstępne założenia i punkt wyjścia do publicznej dyskusji o przyszłym kształcie systemu emerytalnego. W oparciu o dostępne informacje nadal widzimy ryzyko, że podaż akcji będzie wyższa, niż obecnie. Niemniej jednak propozycję tę postrzegamy jako pozytywną dla polskiego rynku akcji, ponieważ: 1) scenariusze bessowe, np. pełna nacjonalizacja OFE, stają się mniej prawdopodobne, oraz 2) widzimy, że rząd i inne organa starają się znaleźć rozwiązanie uwzględniające rynek kapitałowy.

# Kredyty CHF ciągle pozostają ryzykiem dla polskich banków

W czerwcu prezydencki zespół ekspertów przedstawił wachlarz propozycji mających na celu pomoc osobom zadłużonym w CHF.

Propozycje Prezydenta uwzględniają między innymi:

- Zwrot zapłaconych spreadów walutowych.
- Konwersję kredytów opartą na mechanizmie kursu sprawiedliwego.
- Opcję zwrotu mieszkania na rzecz banku w zamian za anulowanie kredytu.

Zespół ekspertów podkreślał, że zaproponowane rozwiązania mają charakter rekomendacji, natomiast po Brexicie Kancelaria Prezydenta ogłosiła, że należy przyspieszyć prace nad ostatecznym kształtem ustawy.

Według naszych szacunków, bazując na dostępnych informacjach, potencjalny koszt rozwiązania prezydenckiego mógłby wynieść kilkadziesiąt mld PLN, co zagrożiłoby stabilności sektora bankowego.

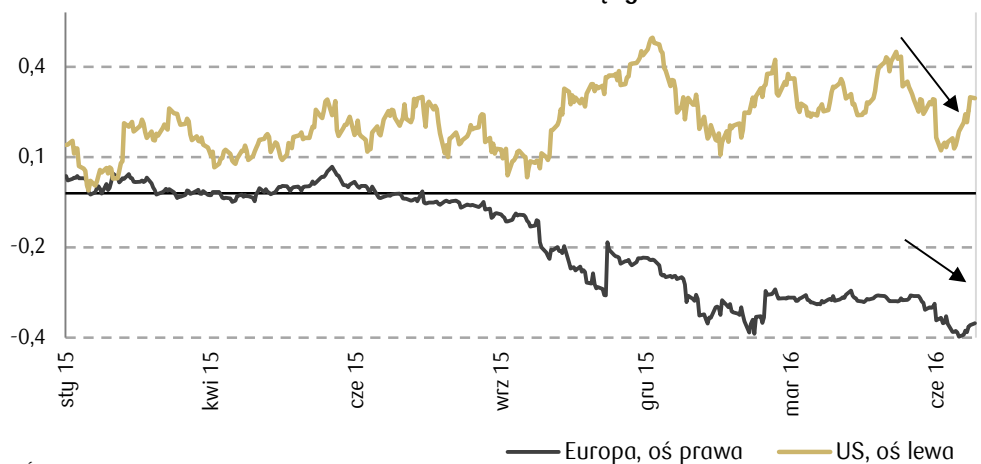
Zwracamy również uwagę na implikacje wprowadzenia ustawy frankowej dla budżetu. Straty banków spowodowałyby ubytek w przychodach z tytułu podatku dochodowego, natomiast konieczność wprowadzenia programów naprawczych w przypadku niektórych banków, skutkowałaby ubytkiem w dochodach z tytułu podatku bankowego. Z tego względu uważamy, że rząd może bardziej ostrożnie podchodzić do tematu przewalutowania kredytów CHF.

## Koszty konwersji (PLNm, brutto)

Sektor	-5 000	-10 000	-15 000	-25 000	-30 000	-40 000
PEO	-172	-344	-516	-860	-1 032	-1 376
BZW	-505	-1 010	-1 515	-2 525	-3 030	-4 040
MBK	-720	-1 439	-2 159	-3 598	-4 317	-5 756
BHW	0	0	0	0	0	0
ING	-50	-100	-150	-250	-300	-399
MIL	-671	-1 343	-2 014	-3 357	-4 028	-5 371
ALR	-7	-14	-21	-35	-42	-56

Źródło: DM PKO BP

### FRAs 9x12 miesięcy

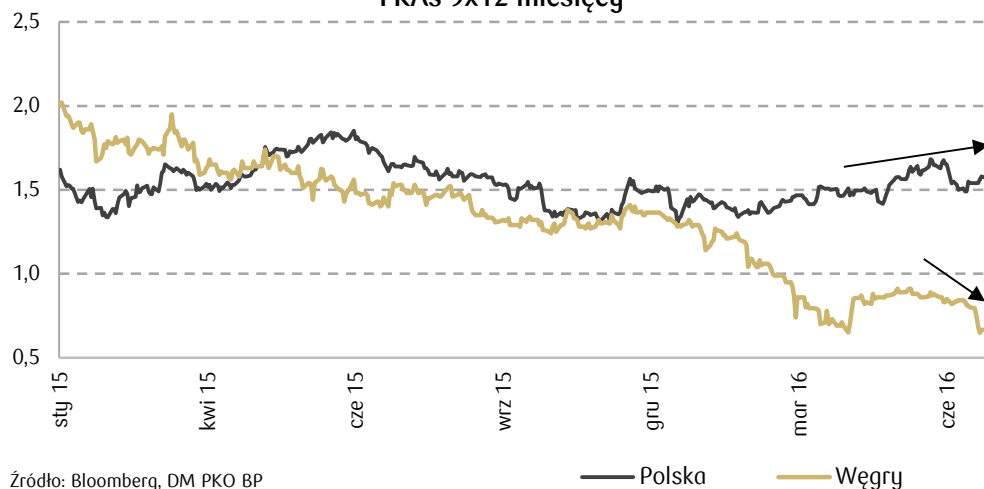


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Inwestorzy bardzo obniżyli oczekiwania dotyczące przyszłego poziomu amerykańskiej stopy referencyjnej. Także i w Europie rynek FRAs wskazuje, że konsensus rynkowy oczekuje raczej luzowania polityki monetarnej. Jak pokazujemy na kolejnych stronach, naszym zdaniem – w świetle prognoz inflacyjnych – konsensus oczekiwań w zakresie stóp procentowych wydaje się zbyt optymistyczny.

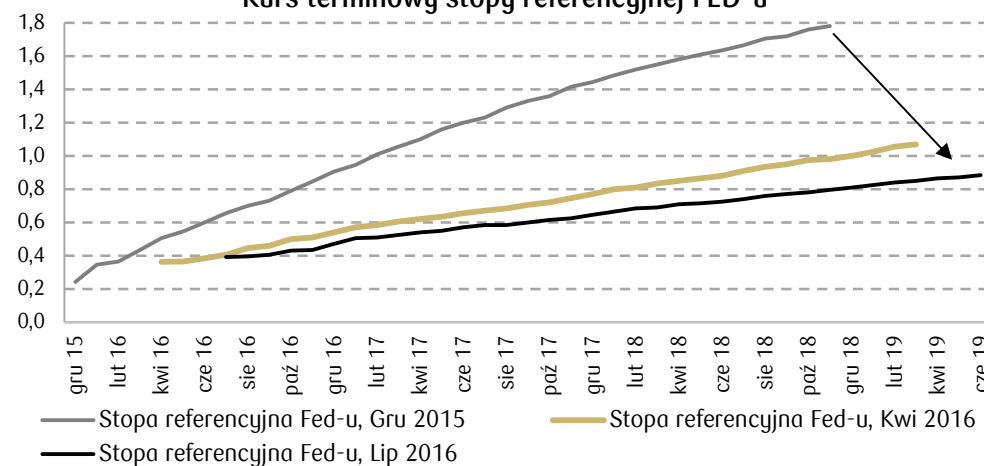
W Polsce, mimo zmiany kontroli nad bankiem centralnym nie doszło do żadnej większej zmiany w ocenie polityki monetarnej. Z kolei ocena rynkowa polityki monetarnej Węgier skłania się nadal ku luzowaniu.

### FRAs 9x12 miesięcy



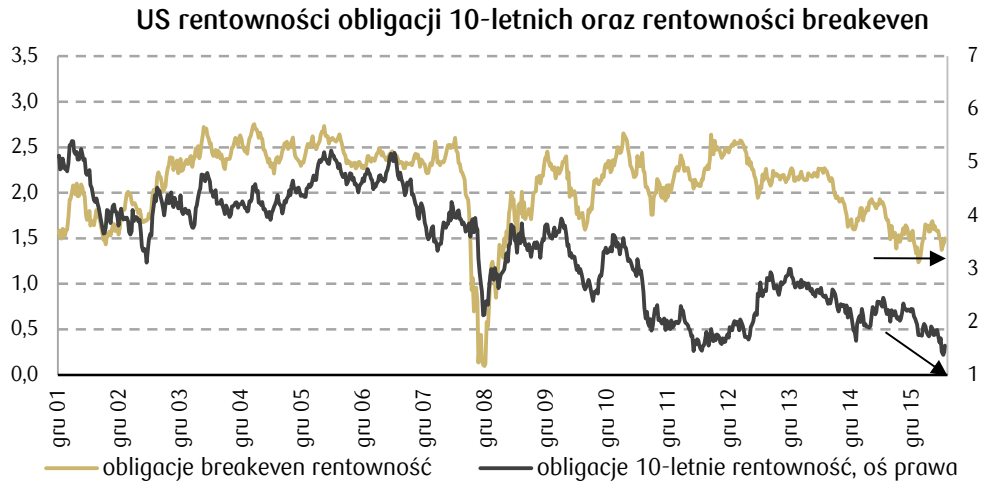
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

### Kurs terminowy stopy referencyjnej FED-u



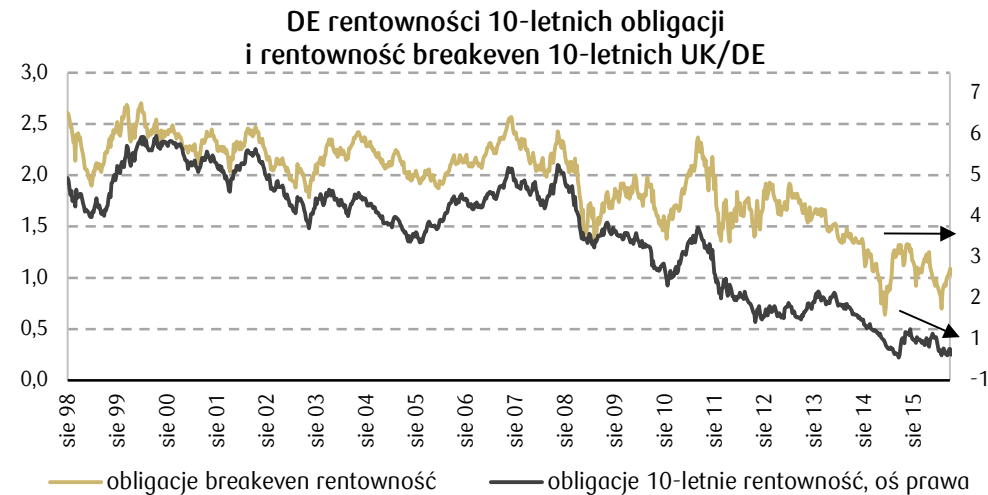
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

# Czynniki monetarne: rentowności odkleiły się od inflacji

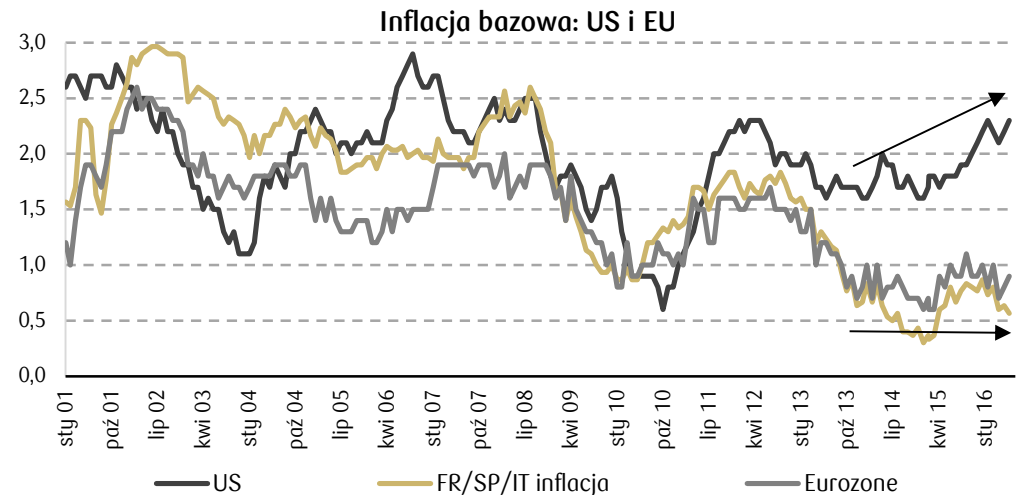


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Zarówno w USA, jak i w Europie stopy breakeven przestały spadać, co wskazuje, że rynek nie oczekuje już spadku stóp inflacji. Jednocześnie jednak w szeregu krajów rośnie w szczególności inflacja bazowa, a trend ten nie oszczędził nawet USA (pomimo silnego dolara). W tym kontekście trendy na stopach rentowności długoterminowych obligacji oderwały się od rzeczywistości gospodarczej.

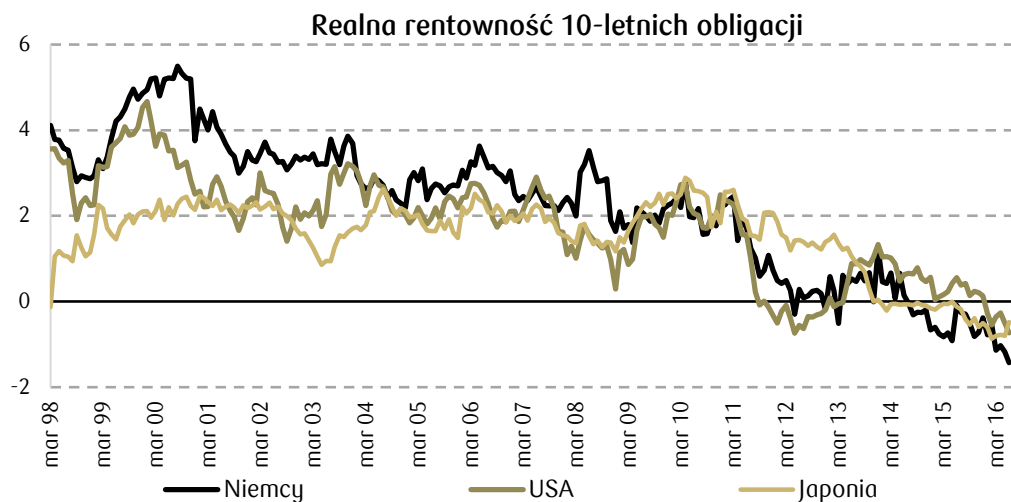


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

# Czynniki monetarne: długoterminowe (realne) rentowności obligacji



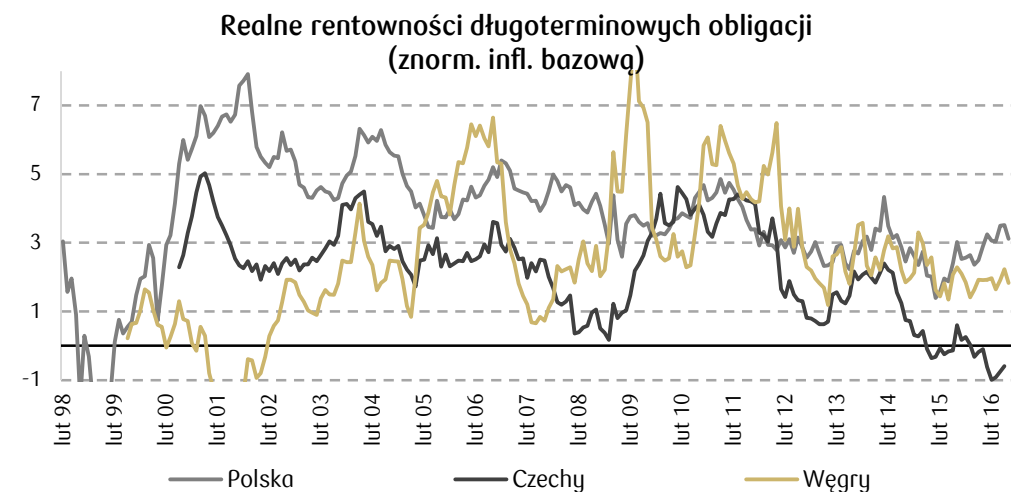
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Realne stopy zwrotu z obligacji (skorygowane o stopę inflacji bazowej) w Polsce utrzymują się nadal na wysokim poziomie w porównaniu do uniwersum gospodarek wschodzących, a także poziomu rentowności obligacji na Węgrzech.

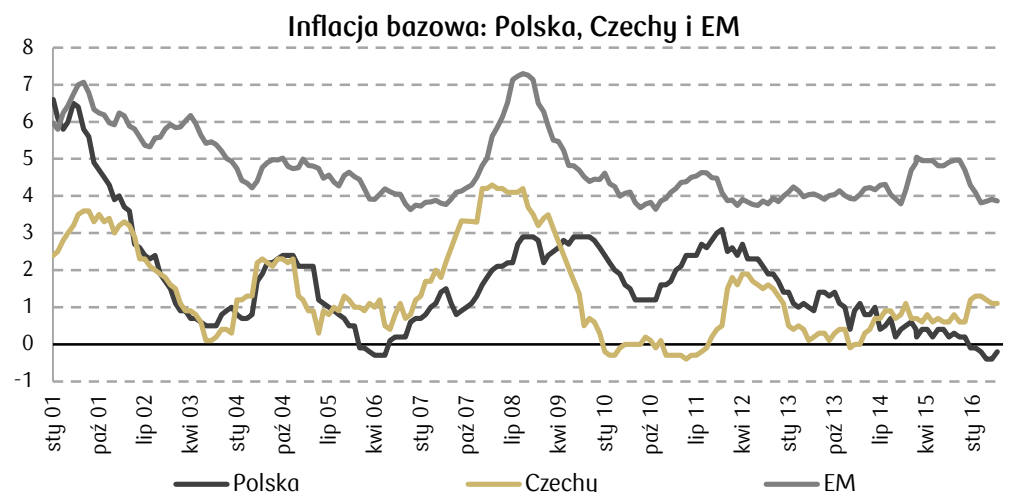
Z drugiej strony skorygowane o stopę inflacji stopy zwrotu na głównych rynkach globalnych spadły poniżej zera. W regionie CE3, realna stopa zwrotu z obligacji w Czechach utrzymuje się na poziomie zerowym do ujemnego z uwagi na nadmierną płynność w sektorze bankowym.

Wprawdzie inflacja bazowa w uniwersum gospodarek wschodzących jest dość niska, wydaje się, że dane inflacyjne gospodarek rozwiniętych (przedstawione na poprzedniej stronie) i krajów regionu CE3 osiągnęły dołek.

Zwracamy też uwagę, że – szczególnie na Węgrzech i w Polsce – zagraniczni inwestorzy wycofują się z lokalnych rynków obligacji, a lokalne systemy bankowe zwiększają swoje zaangażowanie w rynku obligacji rządowych (o 18% czyli 55 mld PLN od początku roku w Polsce i o 26% albo 1400 mld HUF r/r na Węgrzech).



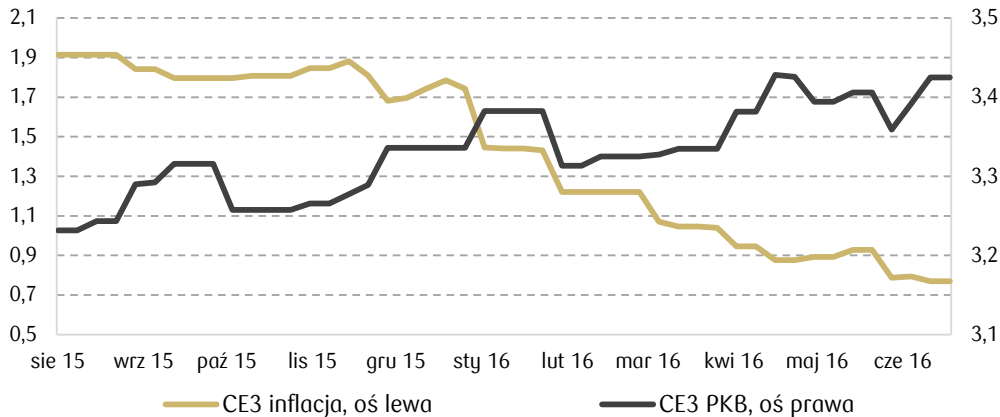
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

# Czynniki monetarne: PKB a oczekiwania inflacyjne

Oczekiwania inflacyjne i PKB (na 3Q16, 4Q16 i 1Q17)

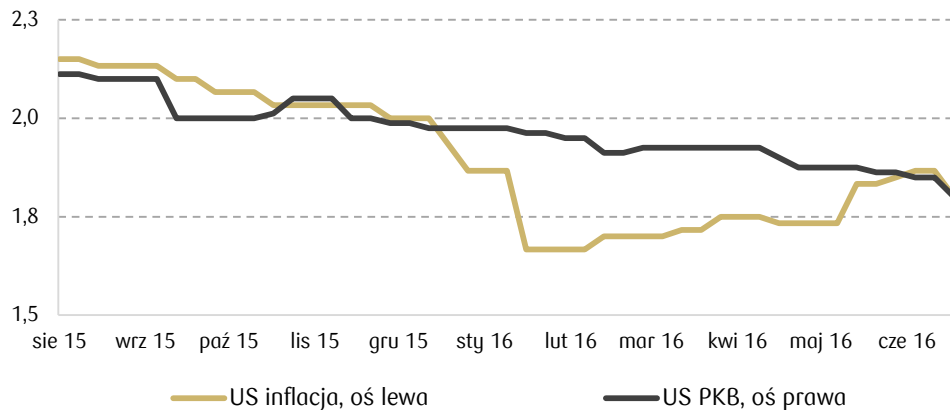


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Porównanie oczekiwań wzrostu PKB ze zmianami oczekiwań inflacyjnych wskazują na fundamentalną preferencję względem regionu CE3. Jednocześnie jednak zauważamy, że średnie oczekiwania wzrostu PKB w strefie euro utrzymały się na stabilnym, pomimo spadku oczekiwań inflacyjnych. W USA z kolei oczekiwania dotyczące wzrostu PKB nadal spadają, a inflacja rośnie.

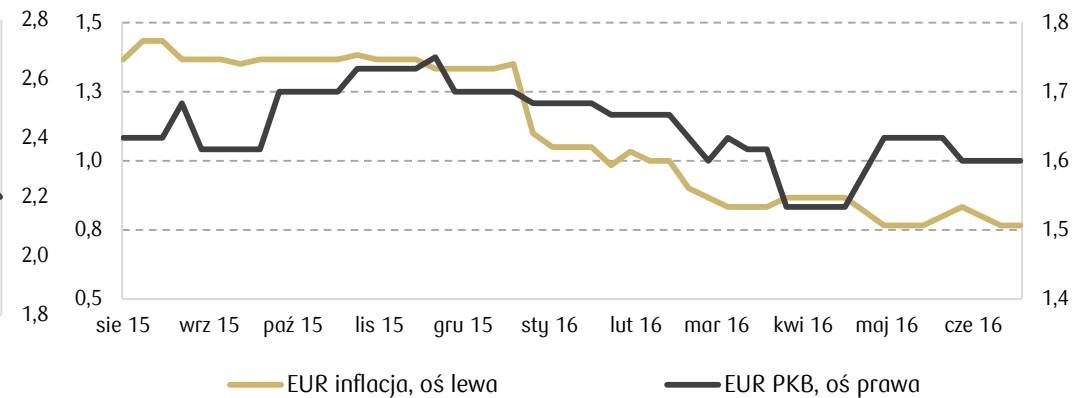
W oparciu o te dane możemy przewidywać, że akcje europejskie osiągną lepsze wyniki, niż amerykańskie (przy czym nasza analiza nie obejmuje sytuacji w sektorze bankowym). W ujęciu fundamentalnym, region CE3 powinien także wesprzeć wyniki osiągnięte przez rynki akcji.

Oczekiwania inflacyjne i PKB (na 3Q16, 4Q16 i 1Q17)



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Oczekiwania inflacyjne i PKB (na 3Q16, 4Q16 i 1Q17)



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



# Czynniki monetarne: parytet siły nabywczej walut

Potencjał wzrostu w oparciu o:	Średnia wazona	Koszty utrzymania (marzec 2016)	Indeks Big Maca (marzec 2016)	Realna efek. stopa proc. (vs. 20-let. śred.)	Miesięczne wynagrodzenie
Chiny	-21%	-22%	-20%	-20%	1 393
Brazylia	-17%	-31%	-4%	10%	2 683
Wielka Brytania	-19%	-20%	-37%	1%	565
Włochy	-14%	-9%	-36%	-5%	655
Tajlandia	-16%	-17%	-33%	4%	1 857
Indonezja	-12%	-11%	-21%	-6%	443
Hong Kong	-11%	-38%	57%	0%	2 855
Korea Płd.	-8%	-8%	-25%	7%	2 354
Francja	-6%	0%	-31%	4%	787
Hiszpania	-8%	0%	-39%	1%	1 617
Grecja	-10%	-14%	-9%	0%	2 621
<b>USA</b>	<b>-4%</b>	<b>-5%</b>	<b>-2%</b>	<b>-4%</b>	<b>3 288</b>
Irlandia	<b>0%</b>	<b>7%</b>	<b>-18%</b>	<b>1%</b>	<b>615</b>
Norwegia	1%	12%	-32%	0%	750
<b>Węgry</b>	-2%	-6%	2%	6%	2 757
Turcja	9%	3%	28%	8%	675
Szwajcaria	<b>5%</b>	<b>13%</b>	<b>-8%</b>	<b>-7%</b>	<b>1 000</b>
Japonia	4%	9%	-13%	7%	841
Chile	<b>10%</b>	<b>17%</b>	<b>-8%</b>	<b>8%</b>	<b>874</b>
<b>Czechy</b>	1%	-6%	3%	21%	2 918
Australia	20%	-11%	5%	131%	935
Kanada	0%	-4%	0%	13%	3 232
Ukraina	18%	28%	-27%	34%	660
Rosja	12%	10%	17%	12%	965
<b>Polska</b>	1%	9%	-15%	-10%	6 343
Malezja	6%	8%	7%	-2%	3 468
Niemcy	8%	5%	22%	0%	208
Tajwan	7%	14%	-13%	5%	2 287
Meksyk	16%	11%	33%	13%	1 888
Argentyna	15%	25%	-12%	8%	2 651
RPA	26%	49%	-9%	-5%	648
Indie	24%	43%	5%	-12%	1 202

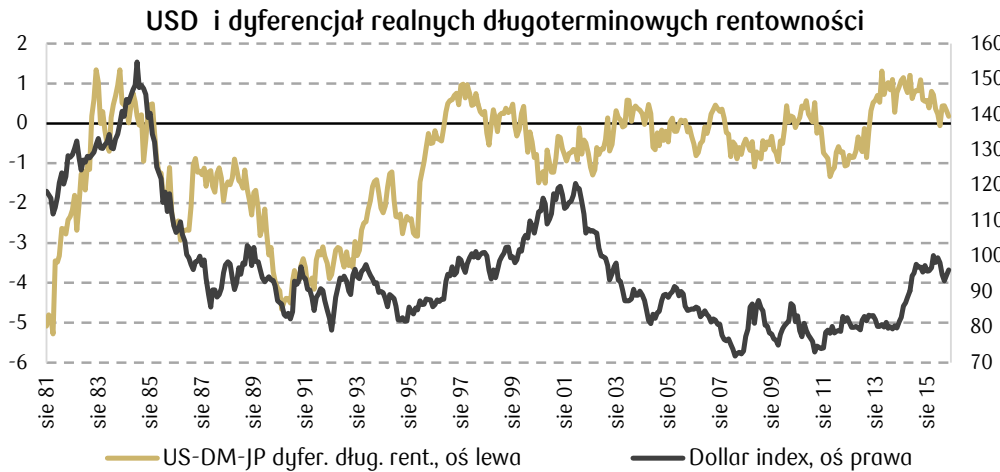
Źródło: Numbeo, Bloomberg, DM PKO BP

Nasze wyliczenia realnego parytetu walut w oparciu o koszt koszyka zakupowego względem średniego lokalnego wynagrodzenia (dla głównych ośrodków miejskich) wskazują, że chiński juan i brazylijski real należą do najbardziej przewartościowanych walut podstawowych.

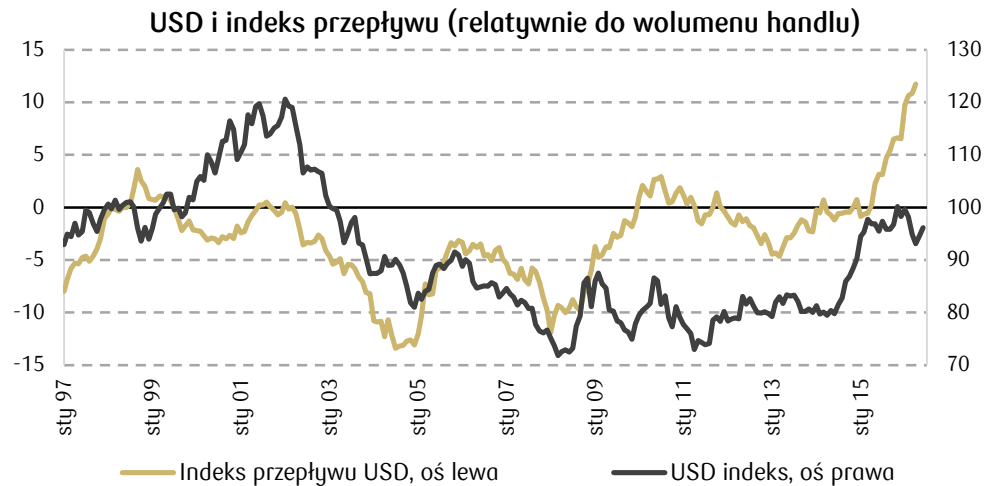
Europa pozostaje w nierównowadze – Niemcy są w stanie wytrzymać znacznie silniejsze euro, ale krajom peryferyjnym dobrze zrobiłaby znacznie słabsza waluta.

Waluty regionu CE3 są dość tanie, ale w regionie da się zauważyć znaczące wewnętrzne zróżnicowania. Złotówka pozostaje najtańszą walutą regionu, podczas gdy forint nadal jest dość drogi.

# Czynniki monetarne: dolar amerykański

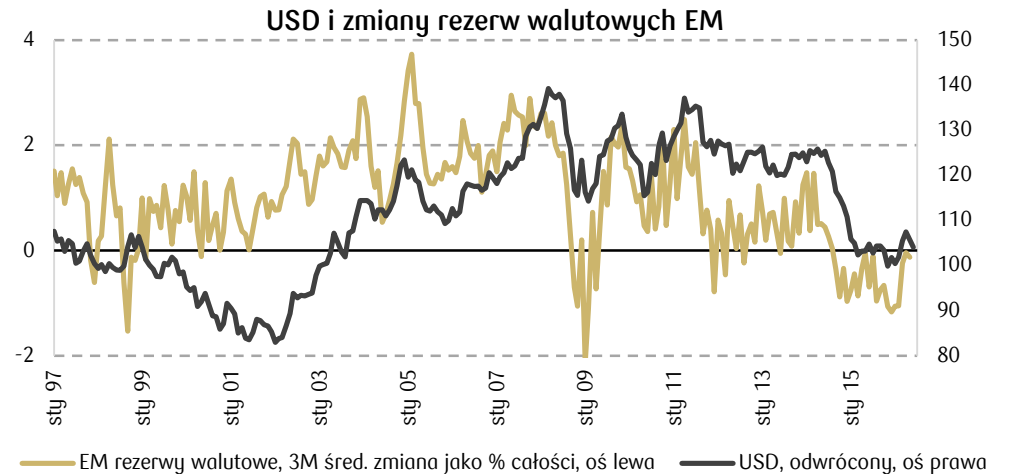


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



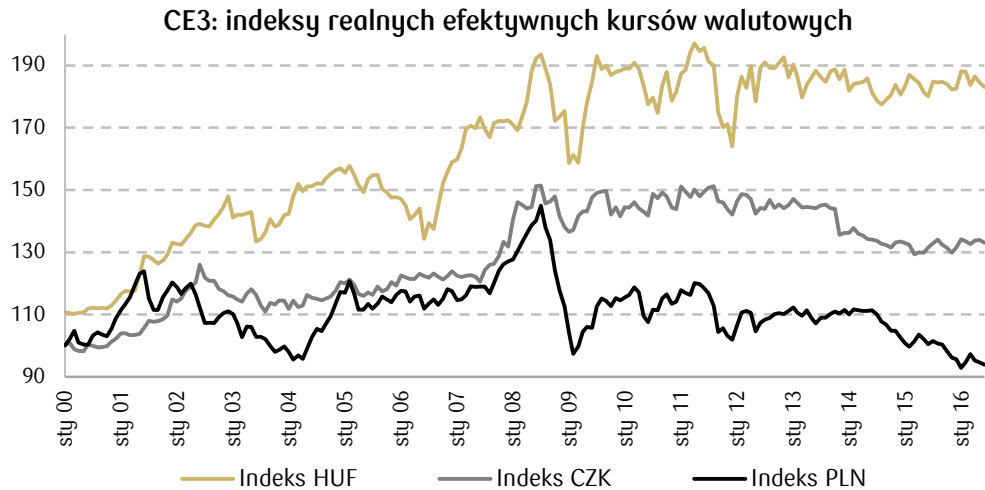
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Dolar ma nieco mniejsze wsparcie ze strony dyferencjałów rentowności obligacji (skorygowanych o inflację bazową), a także przepływów międzynarodowych rezerw walutowych. Kapitał w pewnym stopniu wyszedł z ukrycia i obecnie zasila lokalne rezerwy walutowe, stabilizując tym samym waluty gospodarek wschodzących, a w dalszej kolejności miejmy nadzieję będzie wspierał lokalną akcję kredytową (która obecnie w krajach wschodzących, licząc bez Chin, spada w tempie rocznym ponad 8%).



Source: Bloomberg, central banks, PKO BP Securities

# Czynniki monetarne: waluty krajów CE3 i przepływy walutowe

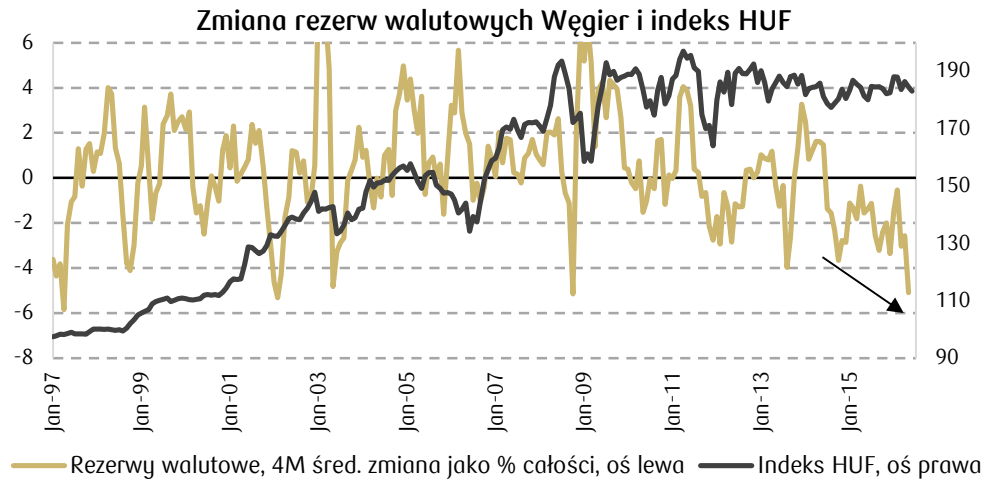


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

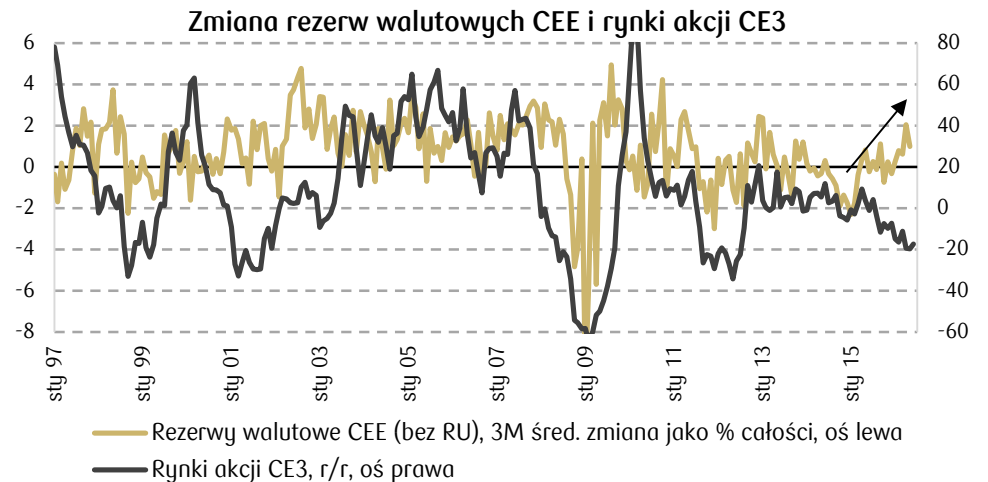
Indeksy realnych efektywnych walut potwierdzają nasze wnioski dotyczące parytetu siły nabywczej. Juan jest obecnie bardzo drogi, natomiast waluty regionu CEE (w ujęciu realnym) znajdują się w największym od wielu lat dołku – turecka lira i złotówka spadły do poziomu z lat 2003-2004.

Dalsze osłabienie juana wywrze presję spadkową na stopy inflacji krajów rozwiniętych, a także na ceny surowców. Z drugiej jednak strony jednak może zmusić banki centralne gospodarek rozwiniętych do utrzymania lub przyspieszenia luźnej polityki monetarnej.

Trendy w zakresie akumulacji rezerw walutowych wskazują, że doszło do załamania się zwyczajowej korelacji rynków akcji CE3 z rosnącymi rezerwami walutowych; z kolei na Węgrzech spadający poziom rezerw walutowych sugeruje potencjał spadkowy waluty lokalnej.



Źródło: Bloomberg, Bank Centralny Węgier, DM PKO BP



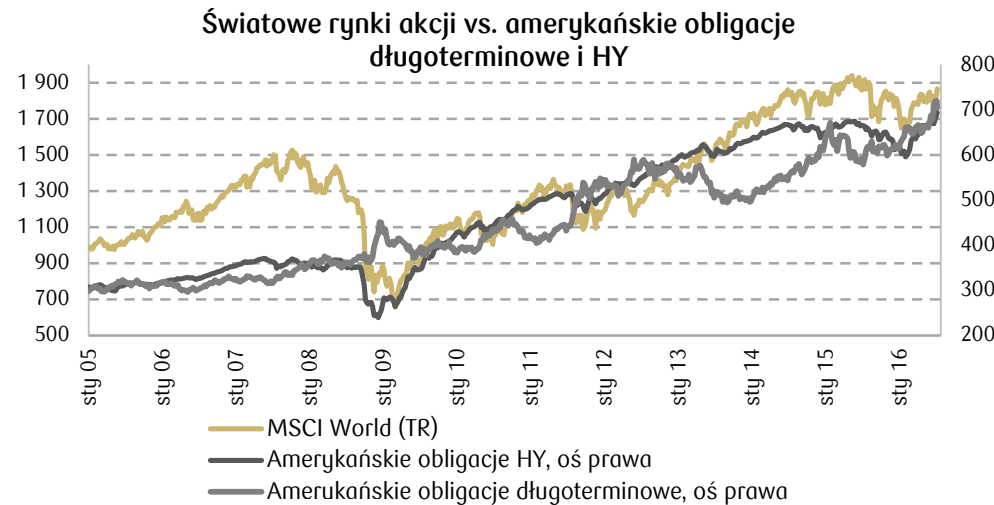
Źródło: Bloomberg, banki centralne, DM PKO BP

# Czynniki monetarne: hossa napędzana przez banki centralne



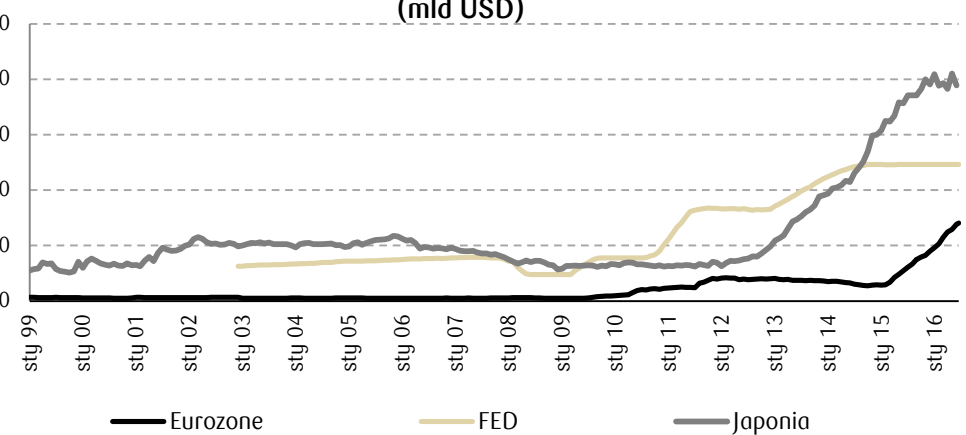
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Banki centralne kontynuują kupno instrumentów o stałym oprocentowaniu, zmuszając inwestorów do wyboru obciążonych większym ryzykiem klas aktywów. Zauważalny był zaskakujący trend: równoległe ze wzrostem cen obligacji długoterminowych rosły ceny obligacji wysoko kuponowych oraz kursy akcji z rynków rozwiniętych.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

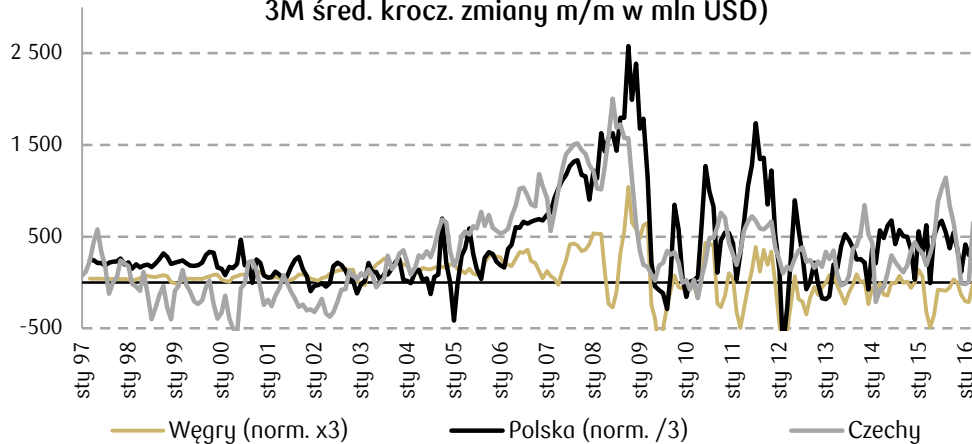
**Zakupy instrumentów finansowych przez banki centralne (mld USD)**



Source: Bloomberg, central banks, PKO BP Securities

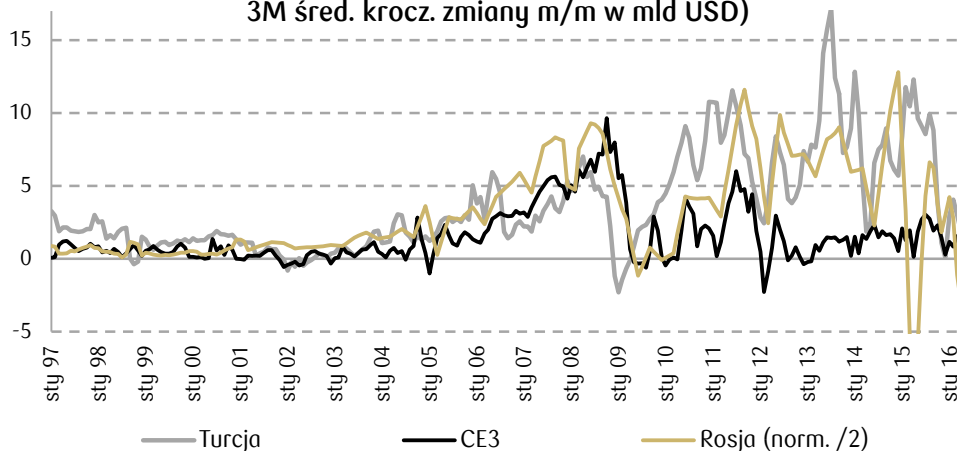
# Czynniki monetarne: ekstremalny impuls kredytowy

**CE3: kredyt (pożyczki krajowe do sektora niefinansowego, 3M śred. kroc. zmiany m/m w mln USD)**



Źródło: Bloomberg, banki centralne, DM PKO BP

**CEE: kredyt (pożyczki krajowe do sektora niefinansowego, 3M śred. kroc. zmiany m/m w mld USD)**

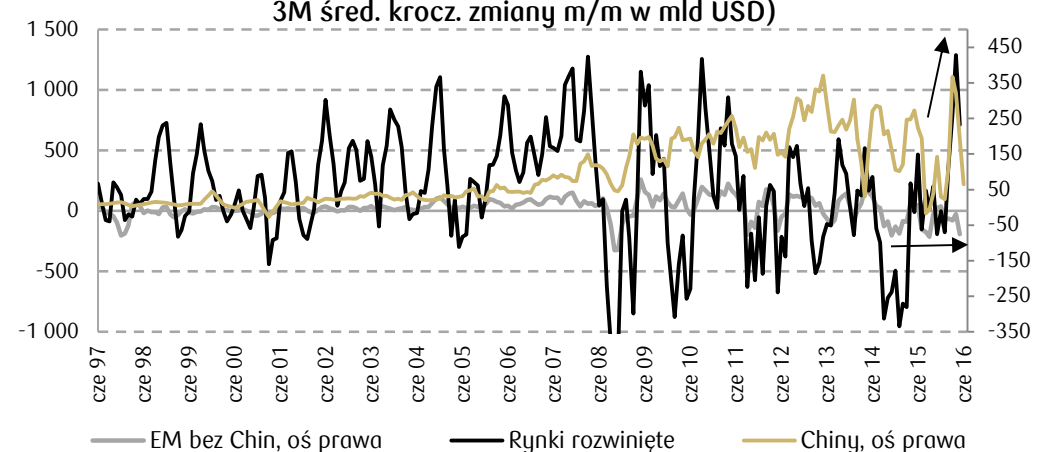


Source: Bloomberg, central banks, PKO BP Securities

Wzrost globalnej kracji kredytu ostatnio przyspieszył. Spowodowany był on głównie przez banki amerykańskie, ale także przez chiński sektor finansowy. Wzrost całkowitej (szacowanej) akcji kredytowej dla prywatnego sektora niefinansowego w USA sięgnął 6,9% narastająco od początku roku, a tempo wzrostu chińskiej akcji kredytowej wyniosło 7,5% narastająco od początku roku. Zwracamy uwagę, że takiego tempa wzrostu nie da się pewnie utrzymać; w Chinach 3-miesięczna suma krocząca sprzedaży nowych kredytów już spadła o 26% r/r.

W Czechach krajowa akcja kredytowa rozwija się bez przeszkód w tempie niemal 9% r/r. W Polsce tempo wzrostu akcji kredytowej wynosi poniżej 6% aczkolwiek średnia miesięczna produkcja kredytu (licząc od początku roku) jest na poziomie 30% niższym w stosunku do ubiegłego roku. W Turcji akcja kredytowa rośnie w tempie 12% r/r ale miesięczna przeciętna produkcja pożyczek spadła o 53%. Na Węgrzech, za wyjątkiem mocnego biznesu refinansującego, trudno mówić na razie o jakimkolwiek wzroście akcji kredytowej.

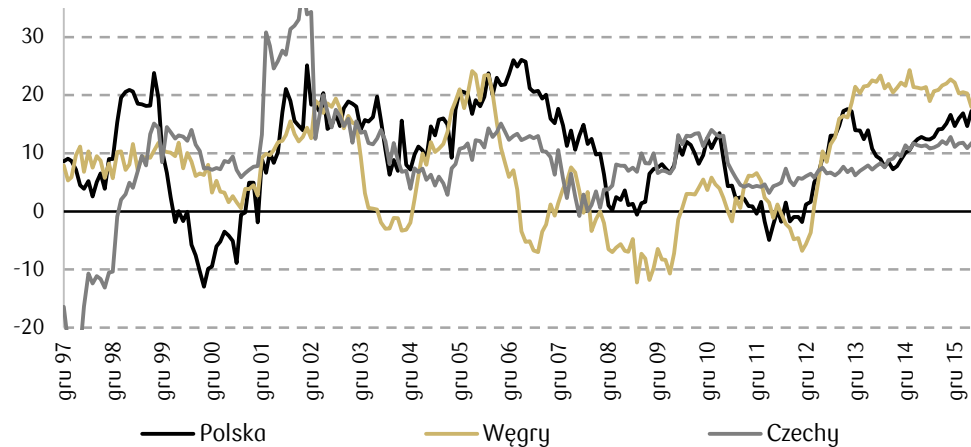
**Świat: kredyt (pożyczki krajowe do sektora niefinansowego, 3M śred. kroc. zmiany m/m w mld USD)**



Źródło: Bloomberg, banki centralne, DM PKO BP

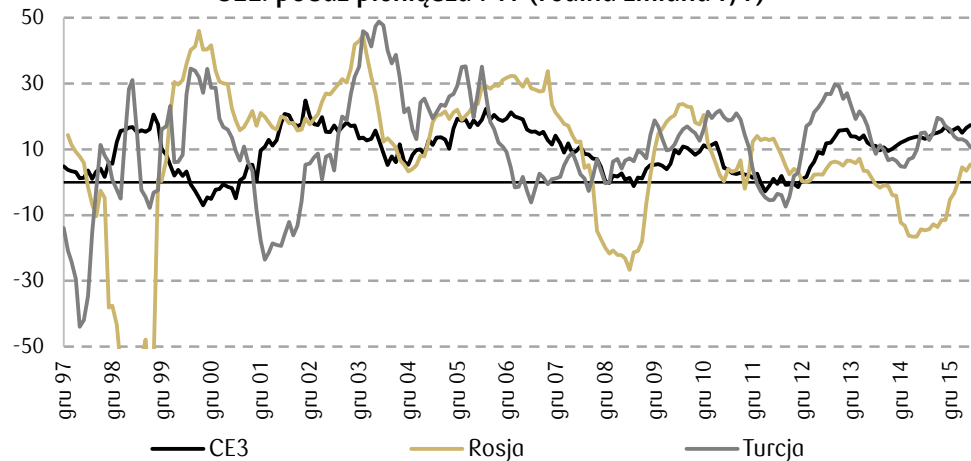
# Czynniki monetarne: podaż pieniądza M1

CE3: podaż pieniądza M1 (zmiana realna r/r)



Źródło: Bloomberg, banki centralne, DM PKO BP

CEE: podaż pieniądza M1 (realna zmiana r/r)

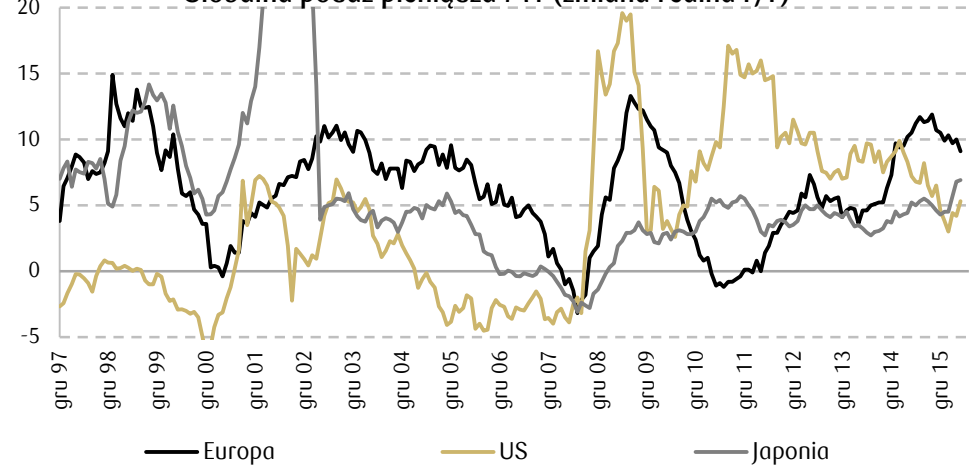


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

W regionie CE3 wąski agregat monetarny M1 rośnie w tempie dwucyfrowym. Wskaźnik ten może jednak powoli tracić swoje znaczenie prognostyczne z uwagi na otoczenie niskich stóp procentowych.

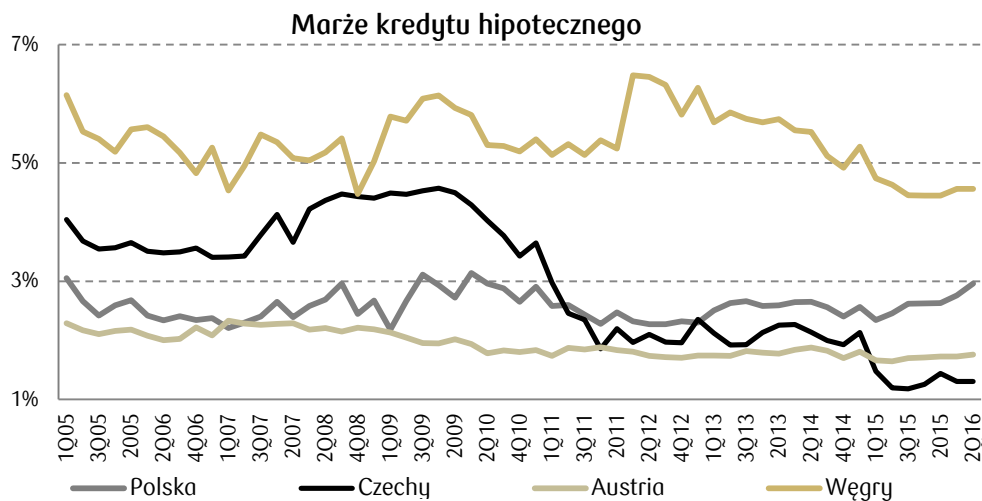
W ujęciu realnym podaż pieniądza spada w Rosji, a w Turcji zwalnia. Wszędzie indziej odnotowano umiarkowane spowolnienie stopy wzrostu podaży pieniądza M1, analogiczne do obserwowanego w USA.

Globalna podaż pieniądza M1 (zmiana realna r/r)

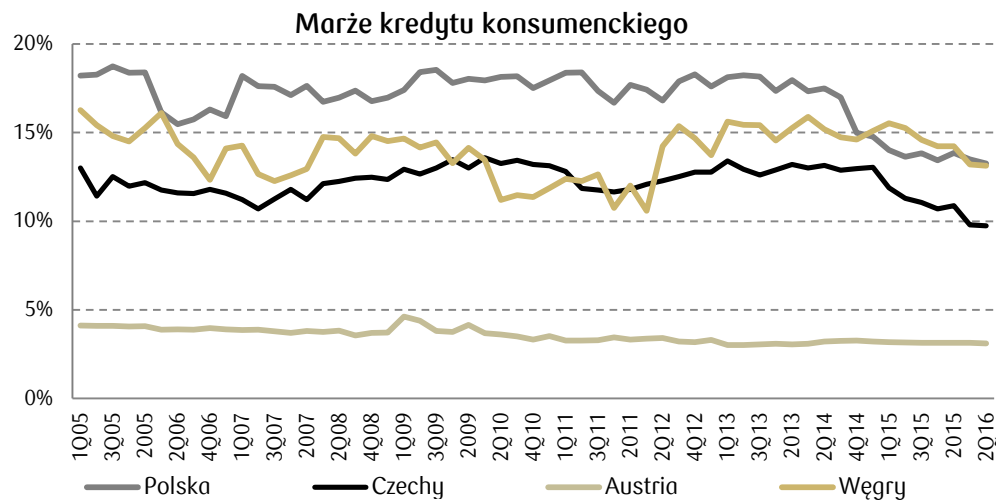


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

# Czynniki monetarne: marże kredytowe w regionie



Źródło: banki centralne, DM PKO BP

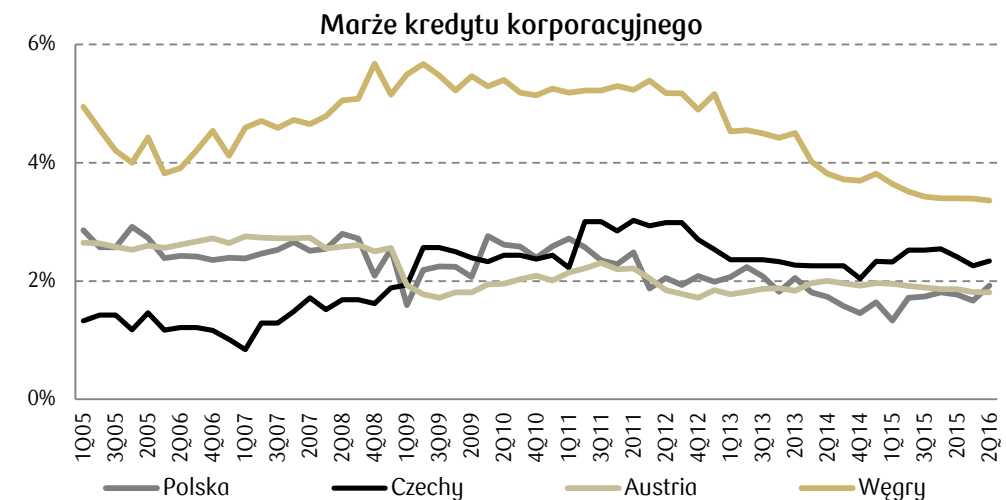


Źródło: banki centralne, DM PKO BP

Banki operujące w regionie CE3, zwłaszcza banki niepolskie, generalnie uskarżają się na spadek marż odsetkowych. Zwłaszcza w przypadku wysokomarżowego kredytu konsumenckiego spready (średnia stopa oprocentowania nowych kredytów minus średnia stopa depozytowa) zniżkują już od początku 2014 roku. Oprocentowanie kredytu konsumenckiego w Austrii pozostaje głęboko poniżej średniego poziomu pozostałych krajów CE3.

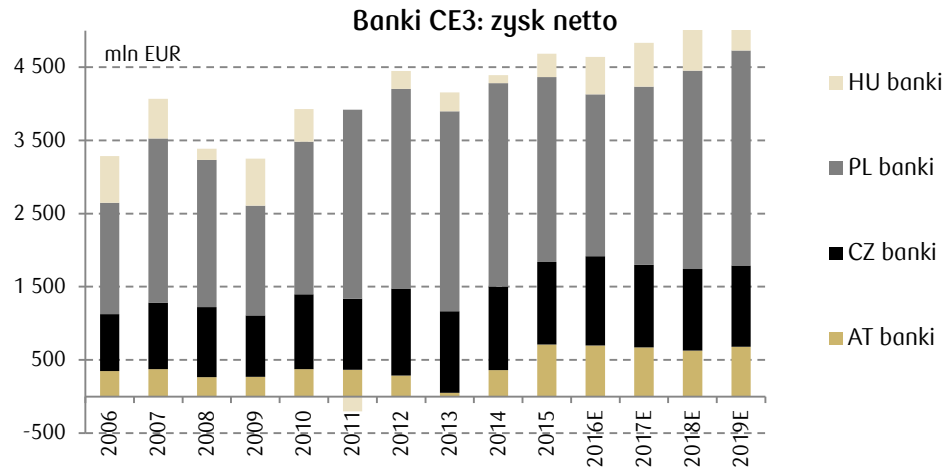
Kredyt hipoteczny sprzedawany jest po niskich marżach, aczkolwiek zauważalne są ponadprzeciętne spready na rynku węgierskim. Także w Polsce spready na kredytach hipotecznych zaczęły ostatnio umiarkowanie poprawiać się. Ostatecznie spready na kredytach korporacyjnych ustabilizowały się, a w Polsce i Czechach nawet lekko się poprawiły.

W kwestii spreadów depozytowych zauważalny jest spadek przeciętnej stopy oprocentowania depozytów w Polsce, już o ponad 20 pkt. bazowych w trakcie ostatnich kilku miesięcy, co pozwala z pewną nadzieją patrzeć na marże odsetkowe w nadchodzących miesiącach. Z kolei w Czechach wciąż relatywnie wysoki udział depozytów o stałym terminie lub ze stałym okresem wypowiedzenia przeciwdziała większej poprawie spreadów depozytowych

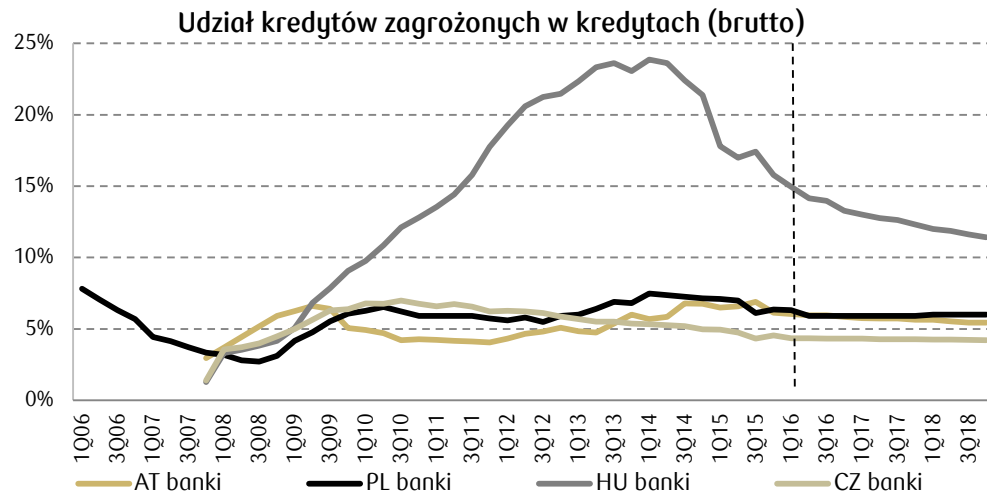


Źródło: banki centralne, DM PKO BP

# Czynniki monetarne: banki w regionie



Źródło: banki, DM PKO BP

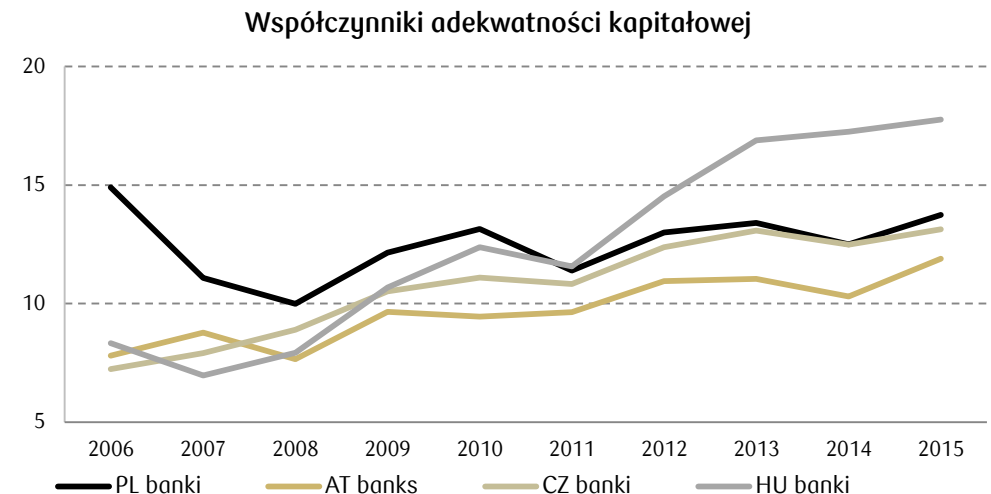


Źródło: banki, DM PKO BP

Polskie (notowane) banki giełdowe (bazując na oczekiwaniach rynkowych oraz na naszych prognozach) powinny wypracować około 2,2 mld EUR (skorygowanych) zysków w 2016 roku, najniżej od 2010 i podobnie do zysków z 2007 roku. Austriacki biznes Erste powinien wygenerować około 0,7 mld EUR zysków, czyli podobnie co w rekordowym 2015 roku. Notowane banki czeskie (w tym czeski oddział Erste) powinny wypracować około 1,2 mld EUR zysków, czyli wynik najwyższy w historii. Z kolei banki węgierskie (OTP Core oraz węgierski oddział Erste) powinny osiągnąć zysk netto na poziomie ponad 0,5 mld EUR, najwięcej od 2007 roku.

Pomiędzy 2016 do 2019 oczekujemy, że suma zysków skorygowanych polskich banków będzie rosła w tempie 10%, suma zysków banków węgierskich w tempie 7%, podczas gdy w pozostałych regionach (banki czeskie oraz austriacki biznes Erste) zanotujemy średnioroczne spadki na poziomie 2%.

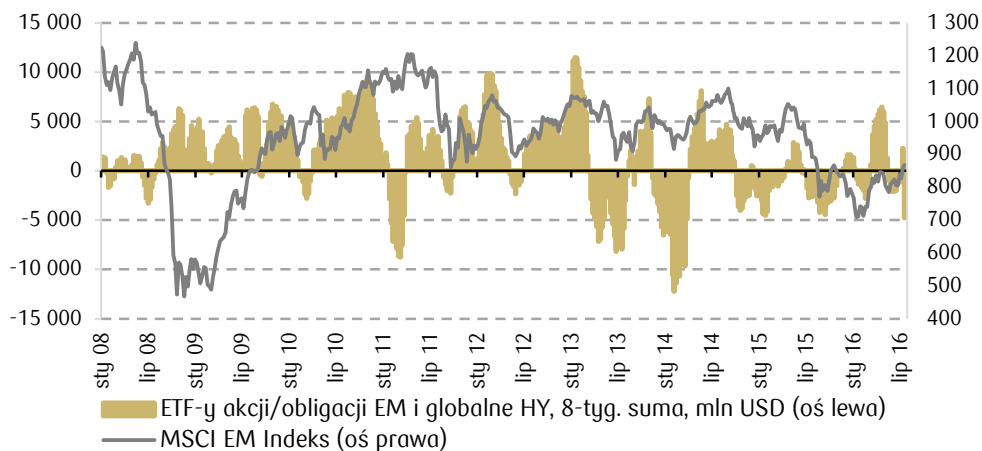
Zauważamy także, że banki węgierskie są wciąż obciążane kredytami zagrożonymi, chociaż z drugiej strony, ze względu na polepszenie w cenach lokalnych nieruchomości, może być to dla nich także i szansa, o ile zdecydują się rozpocząć na większą skalę sprzedaż tych portfeli zagrożonych. Wysoki poziom kredytów zagrożonych wyjaśnia wysoki poziom wskaźników kapitałowych w bankach węgierskich. Na koniec warto zauważyć, że banki austriackie wciąż operują na niższych od przeciętnych w regionie wskaźnikach adekwatności.



Źródło: banki, DM PKO BP



### Napływy do ETF-ów akcji/obligacji EM i globalnych HY

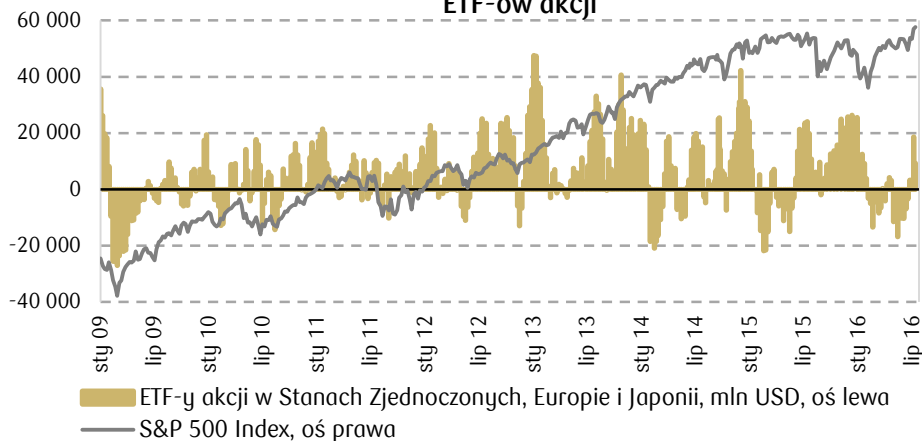


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Po tygodniach negatywnych przepływów napływy do funduszy ETF na rynkach wschodzących nieco w ostatnim czasie odbiły. Mimo pewnej zmienności rynków rozwiniętych, dalsze napływy odnotowały także fundusze akcyjne ETF w USA i Europie.

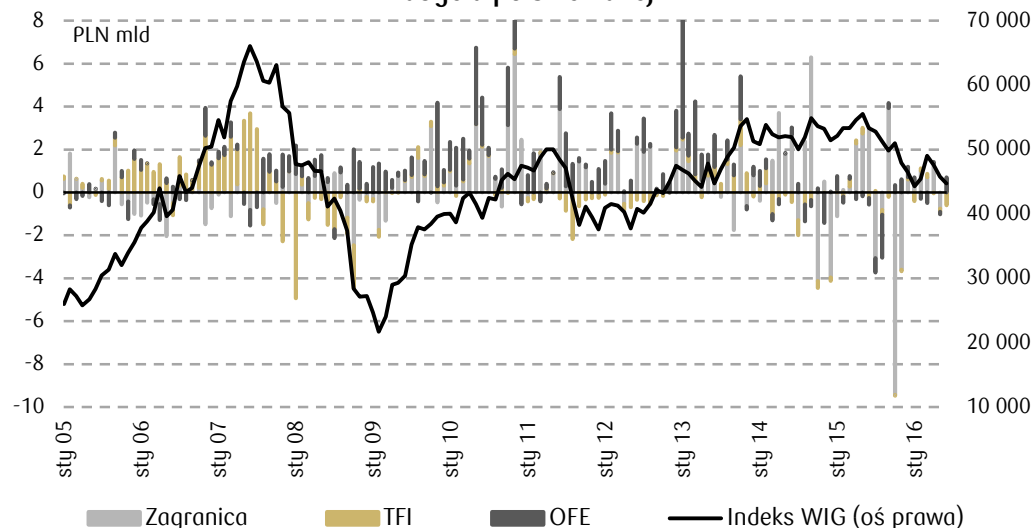
Na polskim rynku akcyjnym narastająco od początku roku obserwowaliśmy brak odpływów z lokalnych funduszy emerytalnych oraz 0,9 mld PLN z krajowych funduszy akcyjnych.

### Napływy do amerykańskich, japońskich i europejskich ETF-ów akcji



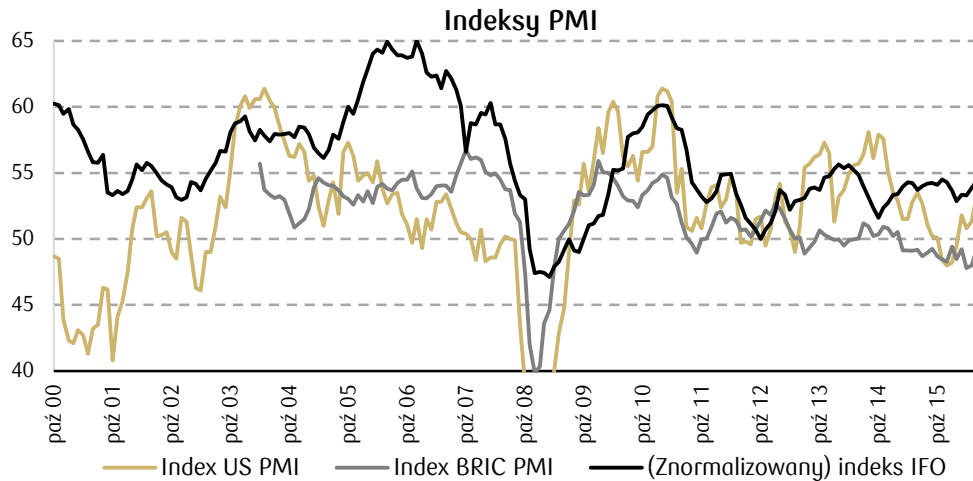
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

### Nabycia polskich akcji



Źródło: NBP, KNF, DM PKO BP

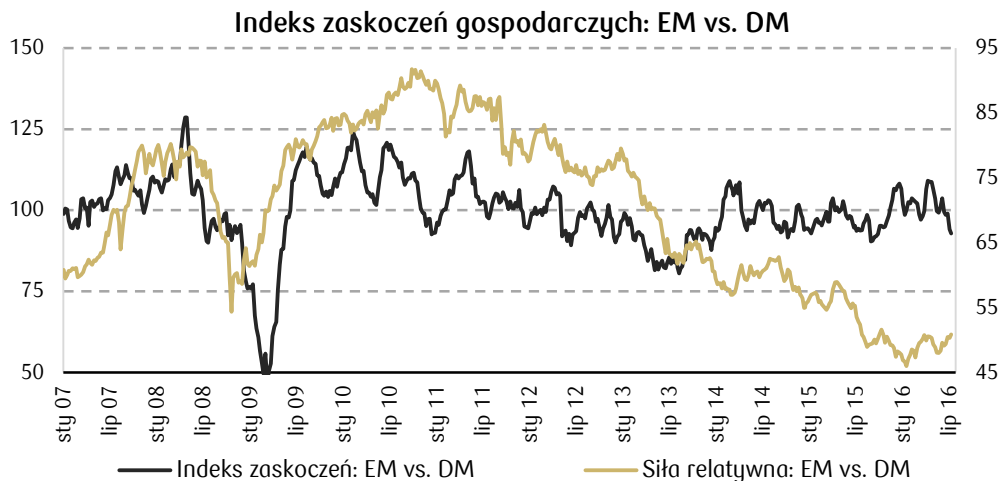
# Czynniki realne: główne wskaźniki



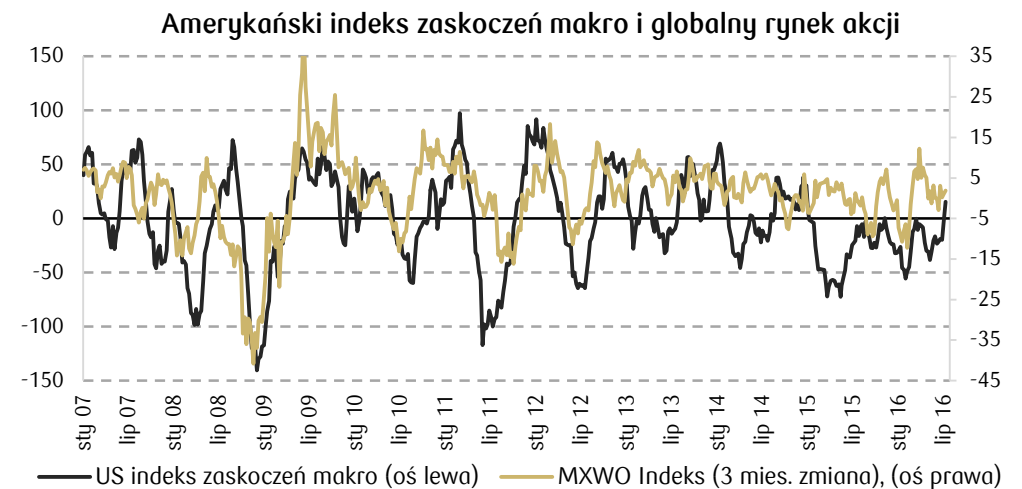
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Zwracamy uwagę na odbicie amerykańskich indeksów PMI i nadal silne wskazania wskaźników dla Niemiec (jeszcze raportowanych przed referendum brytyjskim).

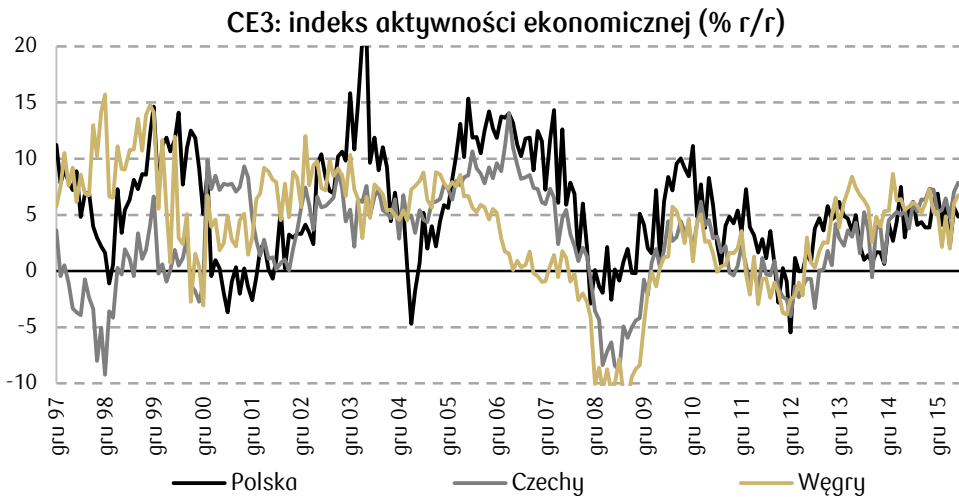
Bardzo ciekawa jest także względna siła indeksu zaskoczeń danych makroekonomicznych dla gospodarek wschodzących względem indeksu dla rynków rozwiniętych. Po raz pierwszy od kilku kwartałów indeks zaskoczeń danych makro dla rynków wschodzących spadł względem indeksu dla rynków rozwiniętych. Jednocześnie w USA indeks zaskoczeń wydaje się, że wybił się w górę ze średnioterminowej stabilizacji, dlatego też po raz pierwszy od dwóch kwartałów zachowujemy większą ostrożność w odniesieniu do uniwersum gospodarek wschodzących oraz jesteśmy bardziej konstruktywnie nastawieni do akcji rynków rozwiniętych.



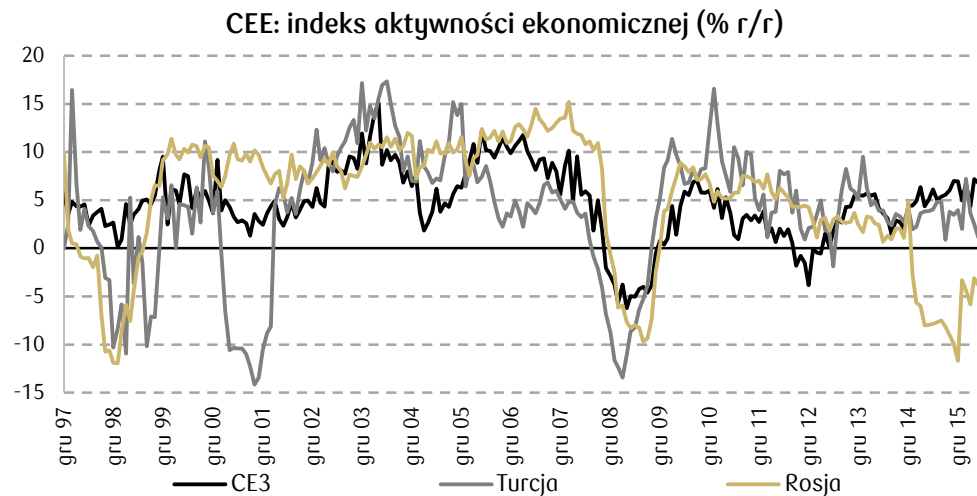
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

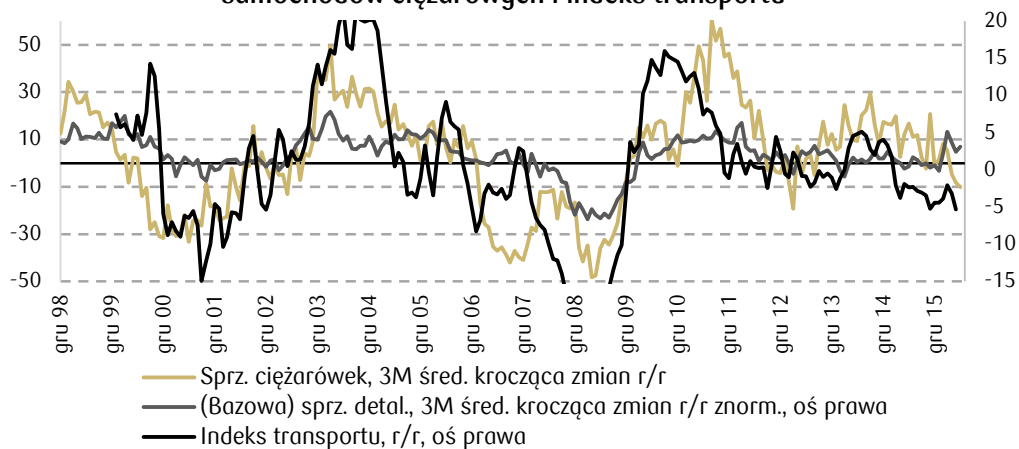
Wskaźnik aktywności ekonomicznej w regionie CE3 utrzymuje się na silnym poziomie. Obie składowe naszego indeksu, mianowicie sprzedaż detaliczna w ujęciu r/r (2/3 indeksu) i produkcja przemysłowa (pozostała 1/3 indeksu) znajdują się powyżej swoich historycznych średnich. Konsumpcję wewnętrzną szczególnie mocno wspiera wyraźna poprawa na lokalnych rynkach pracy, która wzmacnia też nastroje konsumenckie. Poziom lokalnych indeksów giełdowych, zwłaszcza indeksu WIG, odbiega więc istotnie in minus od silnych danych fundamentalnych.

Jeśli chodzi o pozostałe kraje regionu, obserwujemy umiarkowaną poprawę (mniejsze tempo spadków) w Rosji i raczej powolny wzrost w Turcji.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

**US: sprzedaż detaliczna (bez samoch. i paliw), sprzedaż samochodów ciężarowych i indeks transportu**



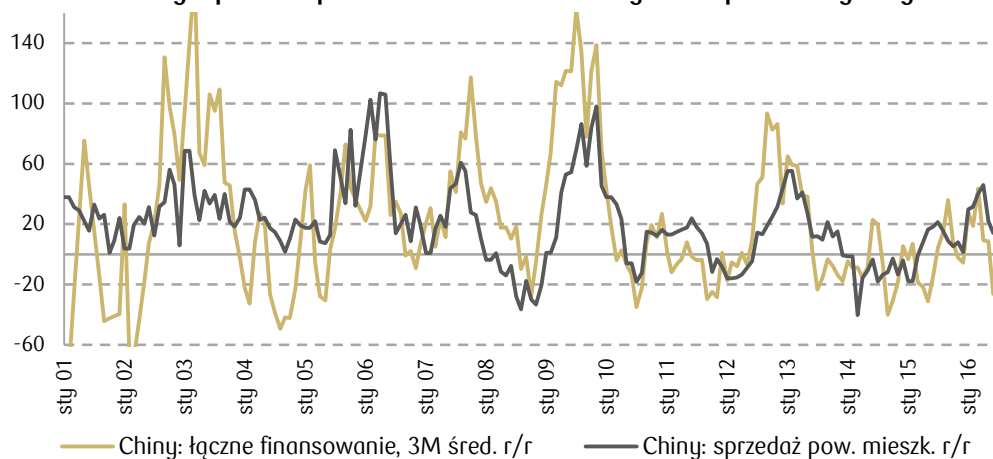
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

W gospodarce amerykańskiej doszło do dyktomii – konsumpcja dóbr trwałego użytku (samochodów i domów) jest na umiarkowanie dobrym poziomie, natomiast pozostała konsumpcja (mierzona przez nas według sprzedaży detalicznej skorygowanej o inflację bazową z wyłączeniem samochodów i paliw) wykazuje jedynie niewielki wzrost. Sprzedaż samochodów ciężarowych i indeks przewozowy pozostają na niskim poziomie.

W Europie zarówno sprzedaż detaliczna, jak i sprzedaż dóbr trwałych (tu uwzględniamy tylko samochody) odnotowuje wyjątkowo dobre wyniki, ale sprzedaż samochodów osiągnęła już poziom sprzed kryzysu w wartościach bezwzględnych, co oznacza, że dalszy wzrost będzie trudnym wyzwaniem.

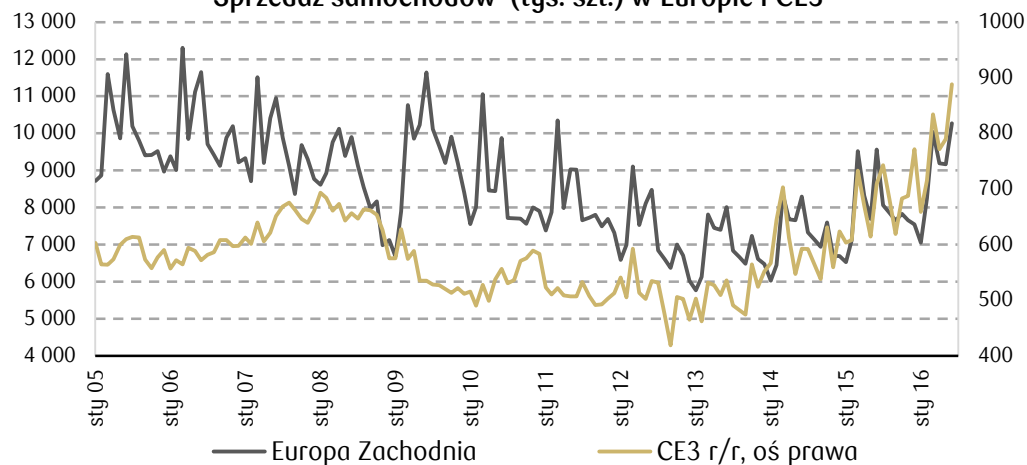
Z kolei w Chinach, po bardzo przyzwrotnym odbiciu (w szczególności na rynkach nieruchomości) obserwujemy względne spowolnienie miesięcznych danych kreacji kredytu, co wskazuje na możliwe spowolnienie w nadchodzącej przyszłości.

**Chiny: sprzedaż powierzchni mieszkaniowych i impuls kredytowy**



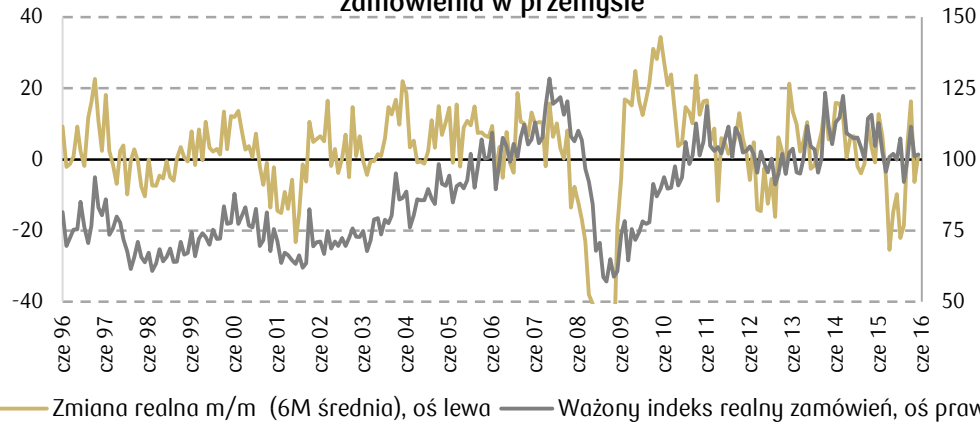
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

**Sprzedaż samochodów (tys. szt.) w Europie i CE3**



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Amerykańskie, niemieckie, koreańskie i japońskie zamówienia w przemyśle



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Pomimo powolnego odbicia sprzedaży dóbr konsumpcyjnych i silniejszej akcji kredytowej w ujęciu globalnym, w dziedzinie globalnych zamówień produkcyjnych nie widać większej poprawy.

Chińskie nakłady inwestycyjne nie odzyskały rozmachu i napędzane są głównie przez sektor kontrolowany przez państwo, zaś w zakresie sprzedaży samochodów ciężarowych nie odnotowano istotnej poprawy.

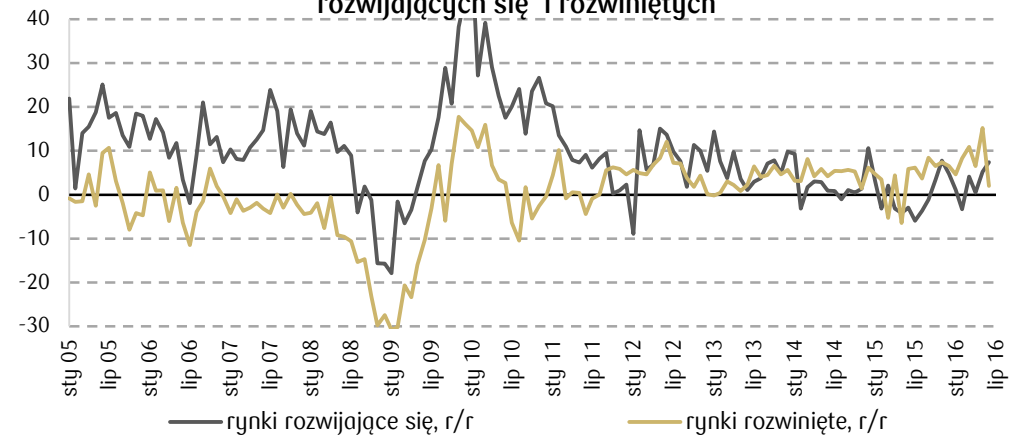
Globalna sprzedaż samochodów osobowych utrzymuje się na w miarę stabilnym poziomie, przy czym wystąpiła ostatnia pewna zmienność tempa wzrostu na rynkach rozwiniętych.

China: nakłady inwestycyjne vs. sprzedaż aut ciężarowych

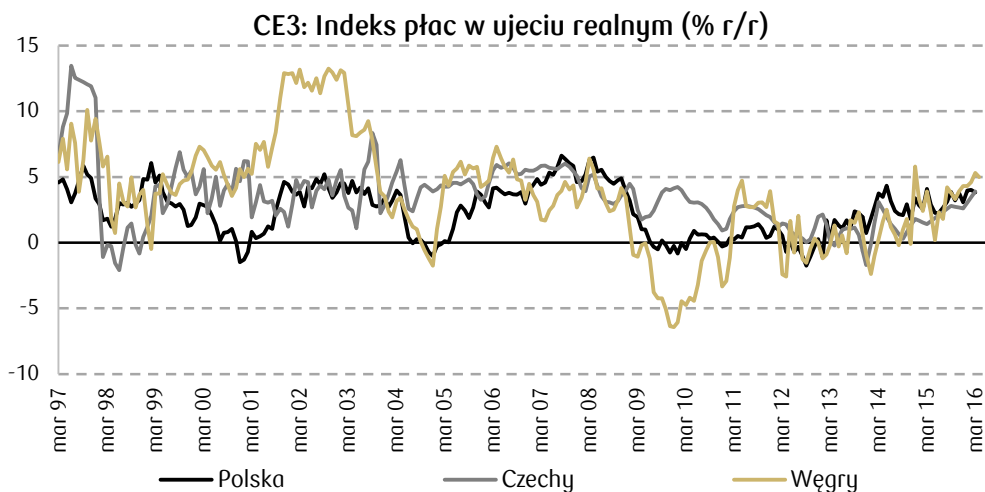


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

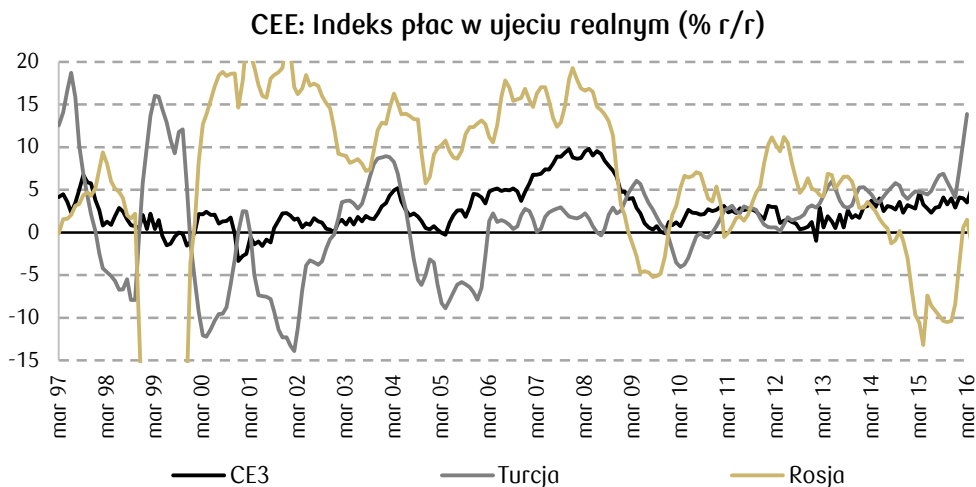
Sprzedaż samochodów: dynamika r/r na rynkach rozwijających się i rozwiniętych



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: urzędy statystyczne, DM PKO BP

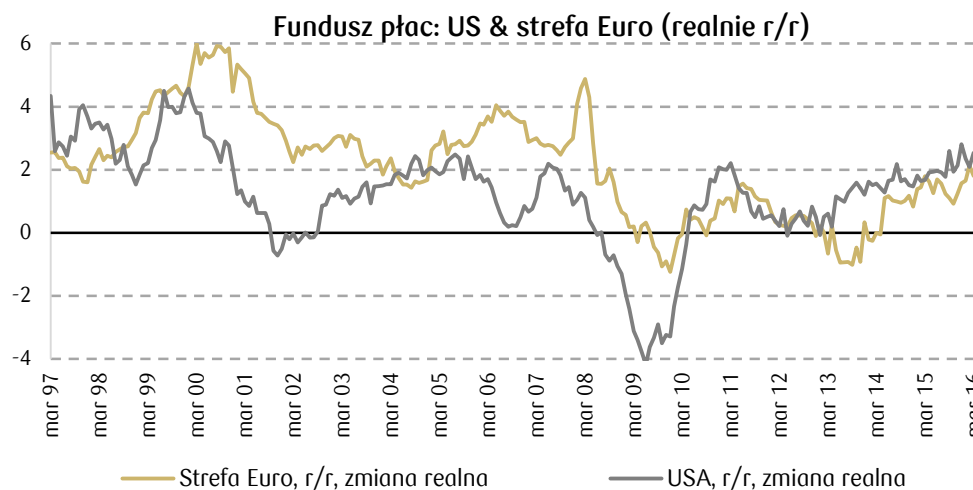


Źródło: urzędy statystyczne, DM PKO BP

W regionie CE3 rynki pracy radzą sobie bardzo dobrze, wspierając napędzaną konsumpcją poprawę sytuacji gospodarczej. Wzrost wynagrodzeń r/r skorygowany o inflację bazową osiągnął poziom 4,0% w Polsce, 3,0% w Czechach i 6,0% na Węgrzech.

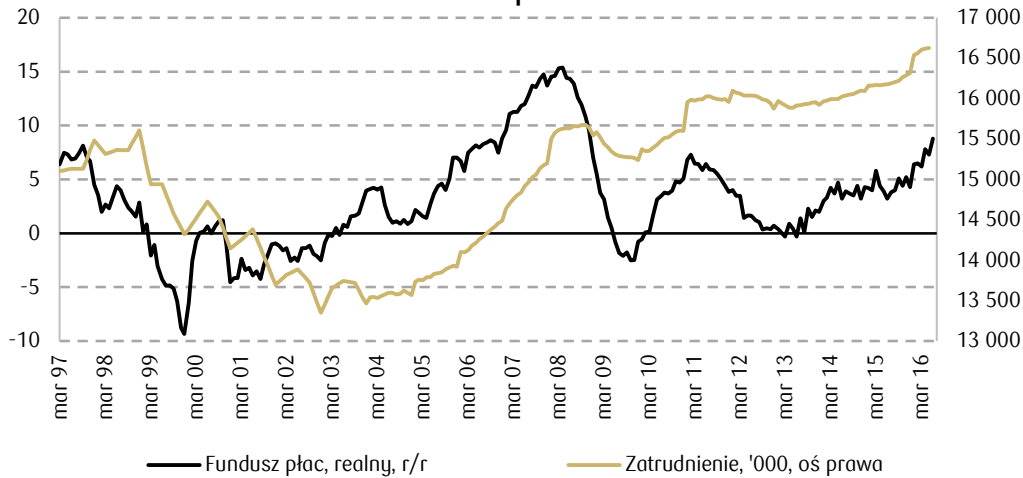
Jeśli chodzi o inne kraje regionu, dostrzegamy wzrost wynagrodzeń w Turcji (po I kw. 2016 r. przyspieszył do ponad 12% w ujęciu realnym) i stabilizację w Rosji (obecnie spadek wynosi już jedynie ok. 1% r/r w ujęciu realnym).

Na koniec wreszcie zarówno w strefie euro, jak i w USA wzrost wynagrodzeń pozostaje na niskim poziomie.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

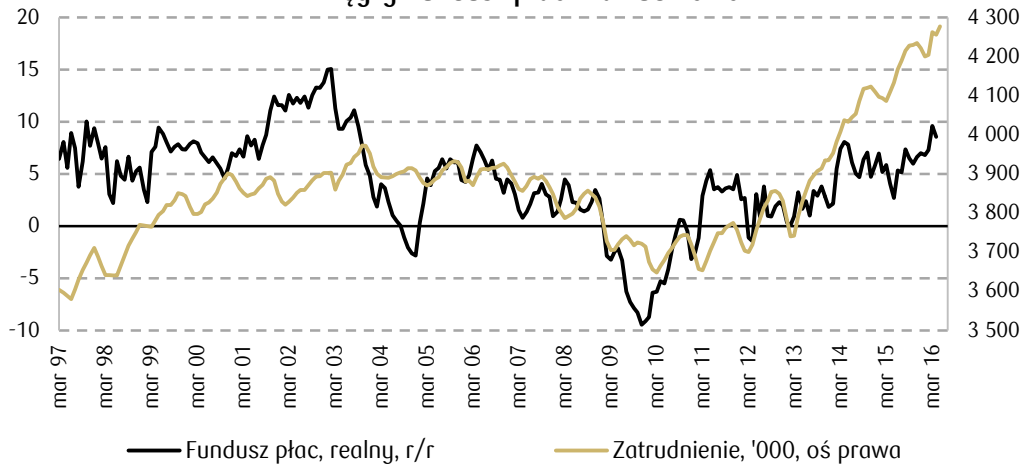
**Polska: fundusz płac i zatrudnienie**



Źródło: GUS, DM PKO BP

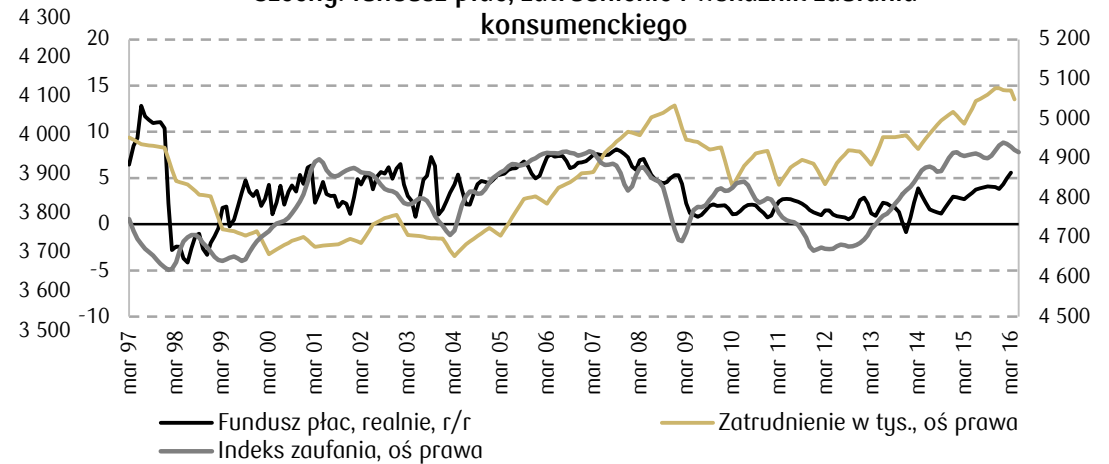
Jeżeli przyrzeć się całemu funduszowi płac zamiast wzrostowi wynagrodzeń, obraz rynków pracy CE3 jest jeszcze bardziej optymistyczny. We wszystkich trzech krajach zatrudnienie w przemyśle kwitnie i już dawno przekroczyło szczytowe wartości z 2007 r. To właśnie jest główny czynnik napędzający obecnie w tych krajach silną konsumpcję wewnętrzną.

**Węgry: fundusz płac i zatrudnienie**



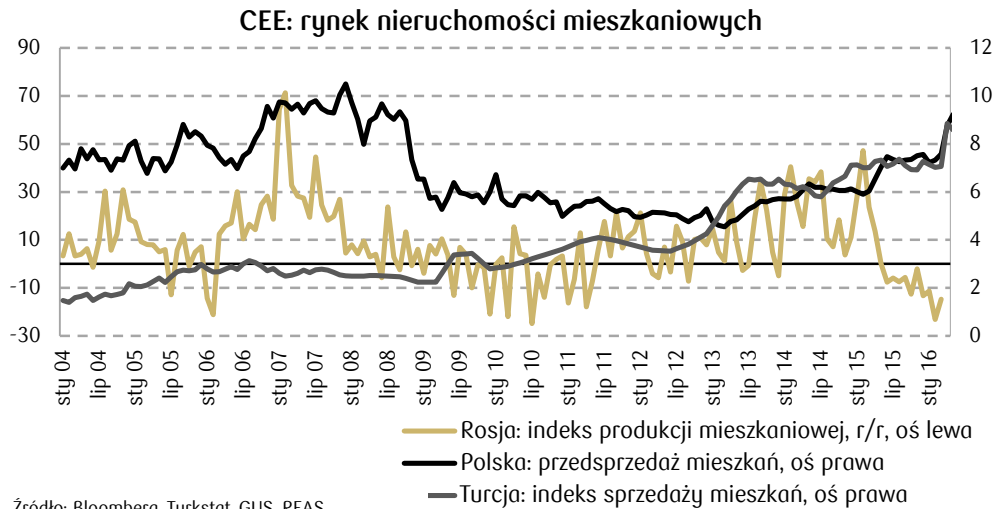
Źródło: Urząd Statystyczny Węgier, DM PKO BP

**Czechy: fundusz płac, zatrudnienie i wskaźnik zaufania konsumenckiego**



Źródło: Czeski Urząd Statystyczny, DM PKO BP



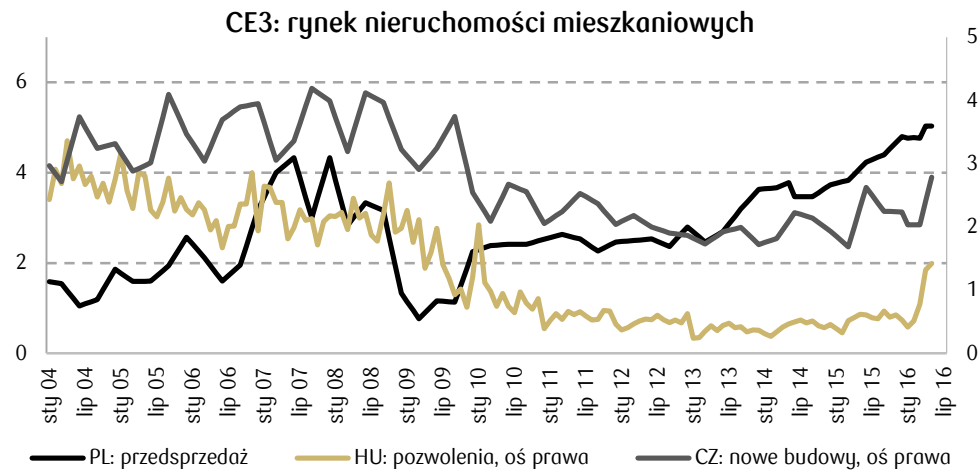


Źródło: Bloomberg, Turkstat, GUS, REAS

Rynki nieruchomości mieszkalnych regionu utrzymują się na silnym poziomie. Wolumen sprzedaży lokali mieszkalnych w Polsce przekroczył szczyt z 2007 r. Na horyzoncie widać jednak lekkie spowolnienie – program dopłat zarówno na rok 2016, jak i 2017 już się wyczerpał, a wolumeny nowych kredytów hipotecznych zaczęły się zmniejszać r/r.

Na Węgrzech inwestycje w nieruchomości mieszkalne pozostawały do niedawna w największym od kilku lat dołku, ale rząd wprowadził nowe programy wsparcia, które już zaczęły wywierać pozytywny wpływ na rynek. Z uwagi na niewielką podaż lokali mieszkalnych wzrost cen mieszkań jest bardzo silny.

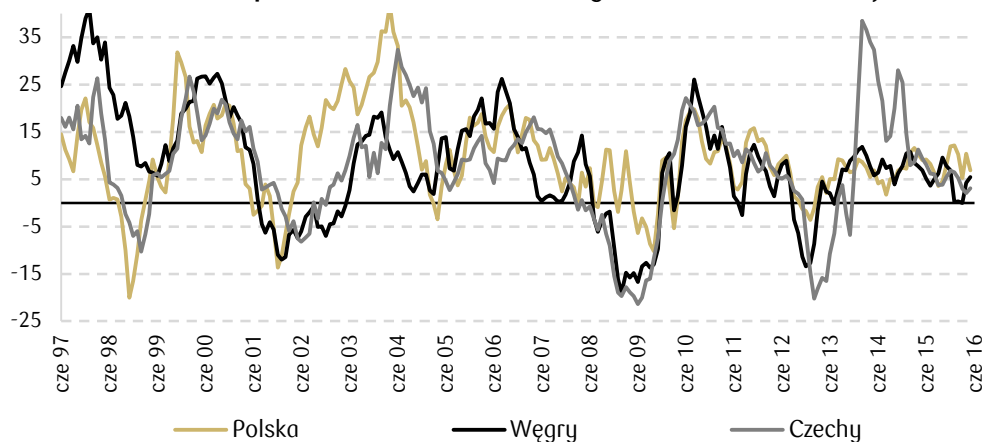
Jeśli chodzi o pozostałe kraje regionu, zwracamy uwagę na dobre wyniki na rynku tureckim oraz – co nie jest niespodzianką – zapas rosyjskiego sektora budowlanego.



Źródło: Bloomberg, urzędy statystyczne i banki centralne, REAS



CE3: eksport (3 mies. średnia zmiany r/r w walucie lokalnej)



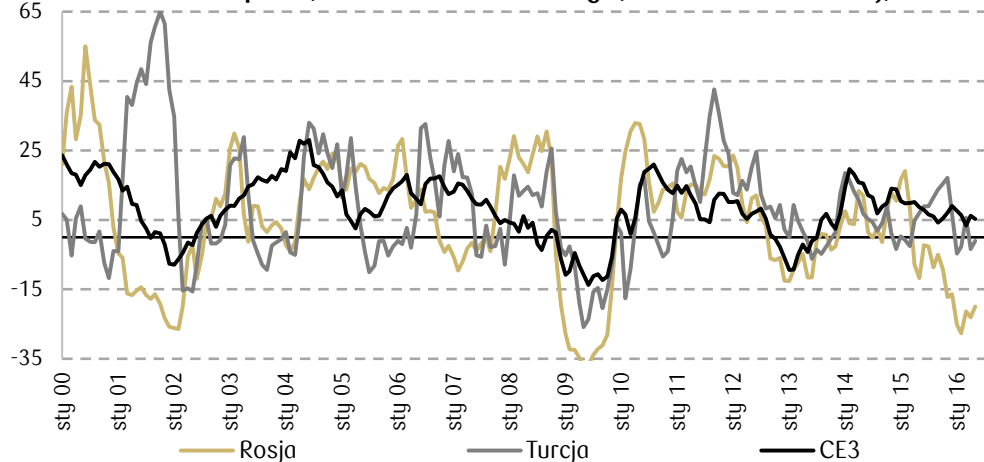
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Bilans handlowy poprawia się w całym regionie CE3. Polska odnotowała pierwszą roczną nadwyżkę w wymianie handlowej od wczesnych lat 90. (2,1 mld USD w ciągu ostatnich 12 miesięcy). Węgry i Czechy tradycyjnie osiągnęły wysokie nadwyżki wymiany handlowej (odpowiednio 9,9 mld USD i 19,5 mld USD).

Jeżeli chodzi o inne kraje regionu, Turcja w dalszym ciągu generuje znaczny deficyt handlowy (55,7 mld USD) finansowany przepływami kapitałowymi (na rachunku pieniężnym), natomiast Rosja uzyskała 12-miesięczną nadwyżkę wymiany handlowej na poziomie 110 mld USD, która się jednak zmniejsza.

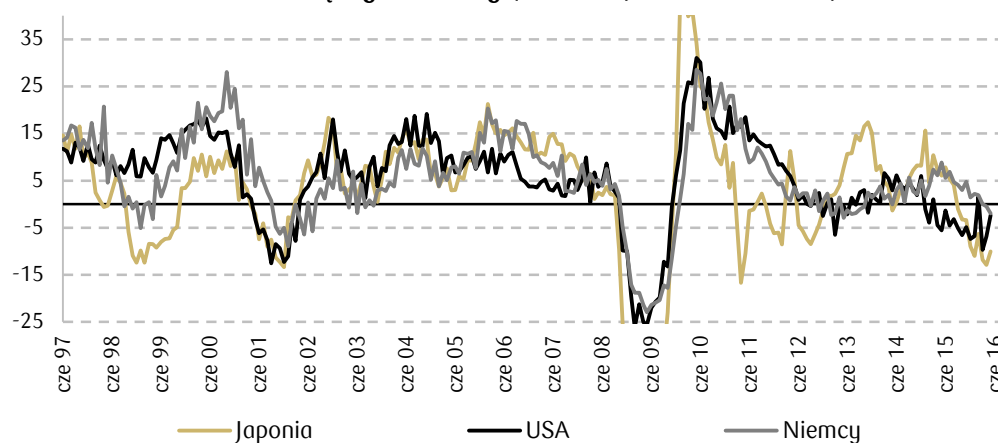
Zwracamy także uwagę, że w ujęciu dolarowym dynamika wymiany handlowej w regionie jest ujemna. Naszym zdaniem jednak bardziej liczą się wartości wyrażone w walutach lokalnych, które – mimo że nadal nie osiągnęły wartości szczytowych – wynoszą około 5% r/r.

CEE: eksport (3 mies. średnia zmiany r/r w walucie lokalnej)



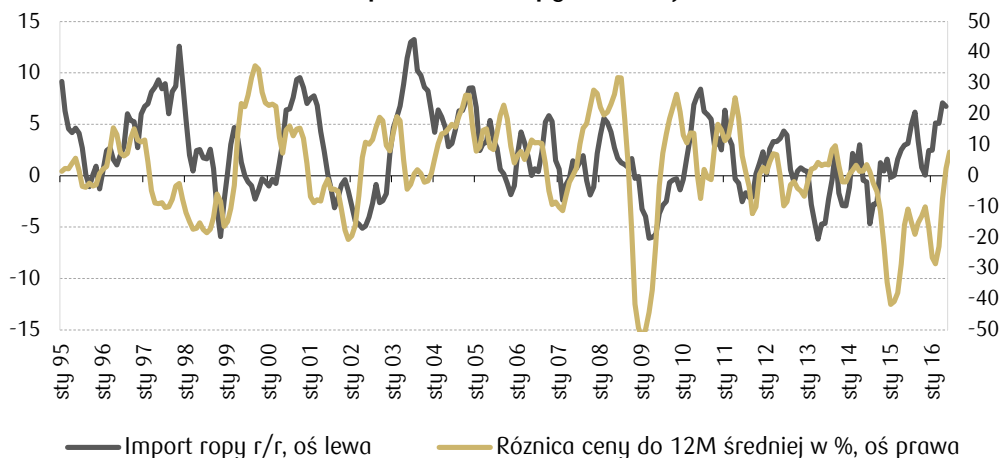
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Handel międzynarodowy (zmiana r/r w walucie lok.)



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

### Import i cena ropy naftowej



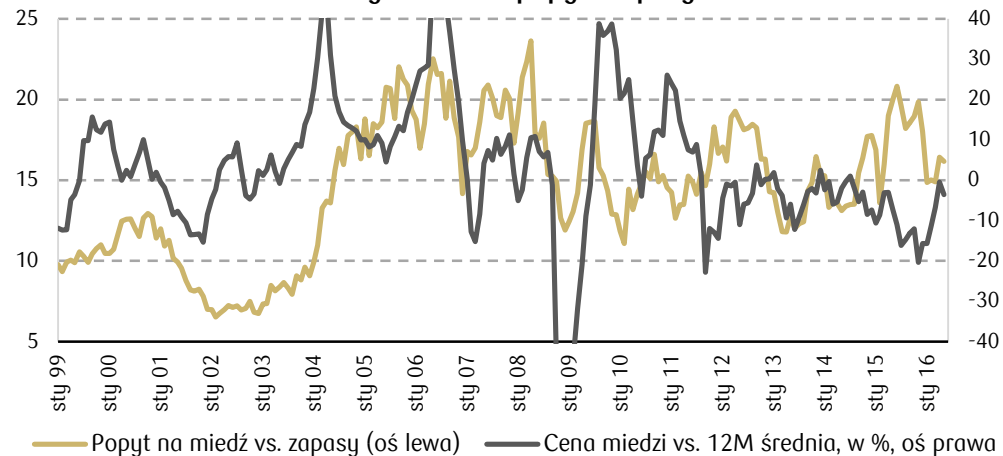
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Sytuacja na rynkach surowców uległa poprawie. Ceny niektórych surowców masowych (przede wszystkim niklu, cynku, węgla energetycznego i koksującego) wzrosły na skutek stopniowego ograniczania podaży.

Na rynku ropy naftowej obserwujemy zmniejszającą się podaż, ale popyt pozostaje stabilny, a zapasy utrzymują się na wysokim poziomie. Rynek miedzi osiągnął równowagę – popyt niemal całkowicie pokrywa zwiększoną podaż.

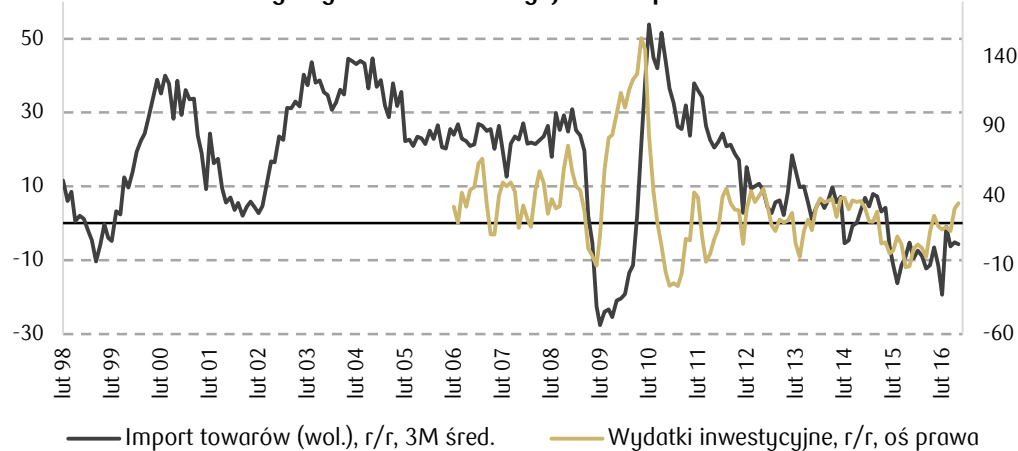
Na koniec w Chinach obserwujemy znaczny wzrost r/r wolumenu importowanych surowców (z uwagi na niską bazę w 2015 r.), a jednocześnie względne zmniejszenie się wolumenu w ujęciu m/m. Należy też zaznaczyć spory wzrost chińskiego eksportu produktów ropopochodnych i produktów miedzi rafinowanej.

### Ceny miedzi vs. popyt i zapasy

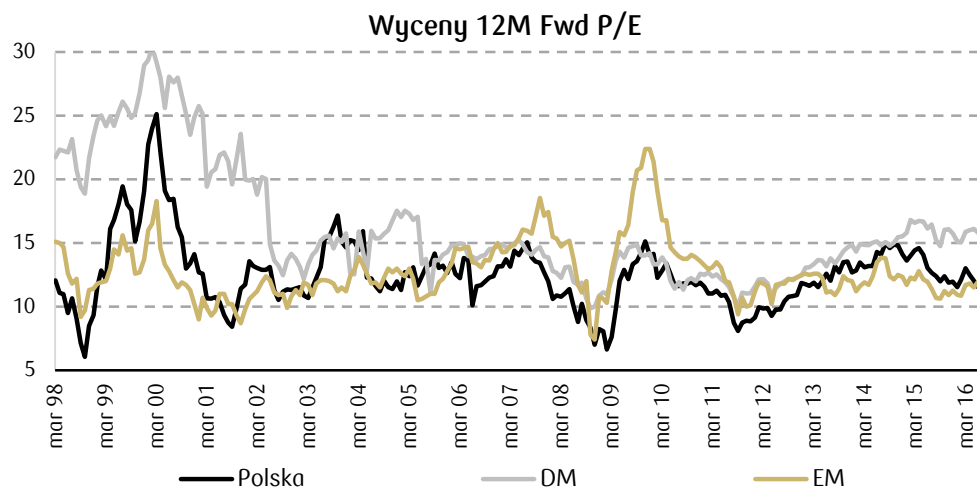


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

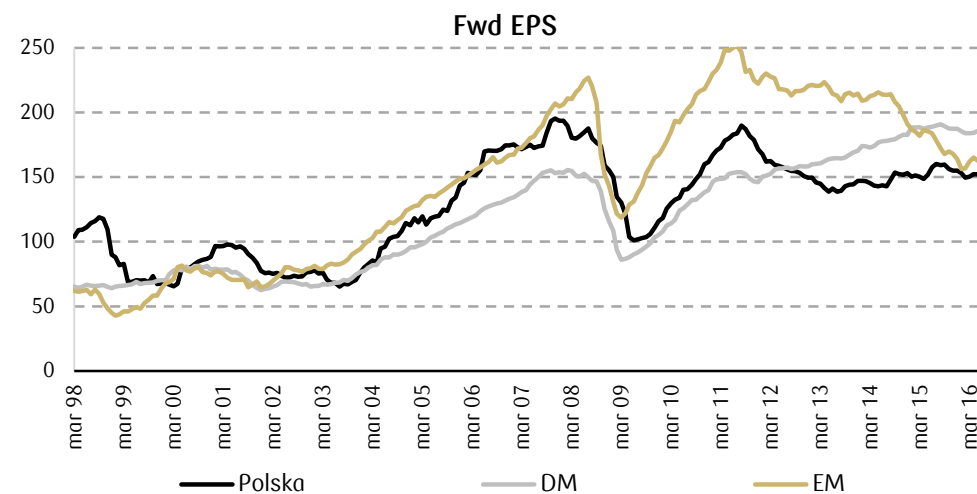
### Chiny: wydatki na inwestycje vs. import towarów



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



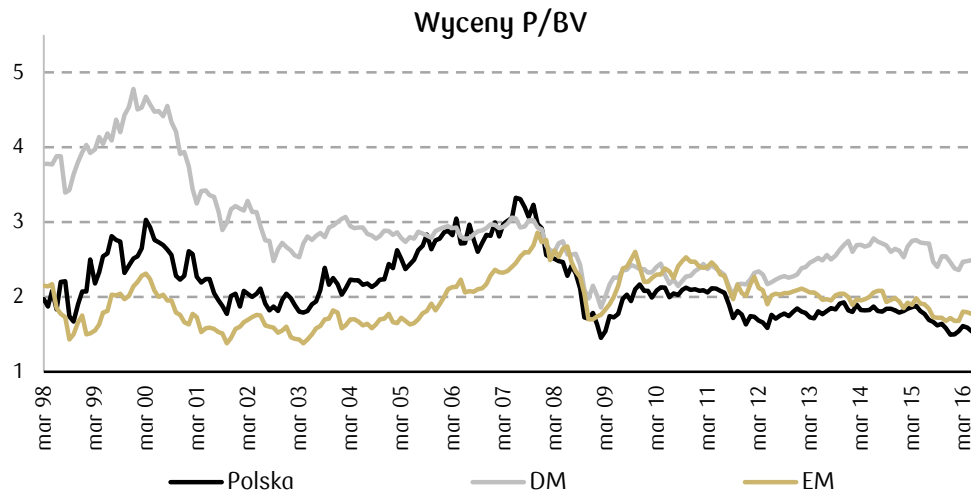
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Rynek polski załamał się pod ciężarem zwiększonego ryzyka politycznego, ale przy prognozowanym na 12 miesięcy do przodu P/E na poziomie 11,7x, co oznacza, że w końcu handlowany jest z 4% dyskontem do swojej historycznej mediany oraz na poziomie porównywalnym z wyceną uniwersum rynków wschodzących.

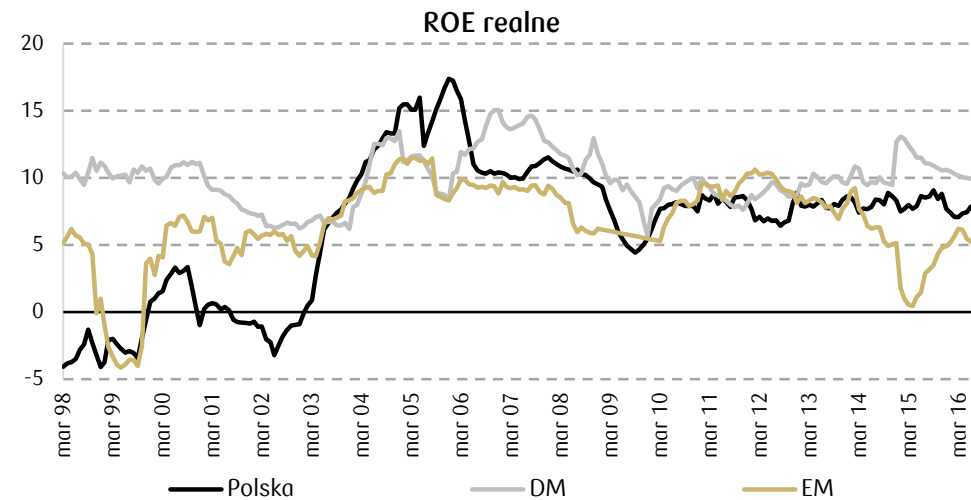
W ujęciu względnym (na tle gospodarek wschodzących), akcje na rynkach rozwiniętych notowane są z dużą premią na poziomie 30% - nadal powyżej historycznej mediany (20%), ale poniżej premii na poziomie 40%, którą obserwowaliśmy w zeszłym kwartale.

Z całego regionu jedynie na Węgrzech doszło do wzrostu prognoz zysków spółek narastająco od początku roku. Zarówno w Polsce, jak i w Czechach obserwowaliśmy negatywne trendy względem prognoz wyników spółek. W naszych łącznych prognozach dla rynku polskiego zaczynamy widzieć światło w tunelu - na lata 2017 i 2018 prognozujemy umiarkowany wzrost EPS.

# Rynki: Wycena i stopa zwrotu z kapitałów własnych



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

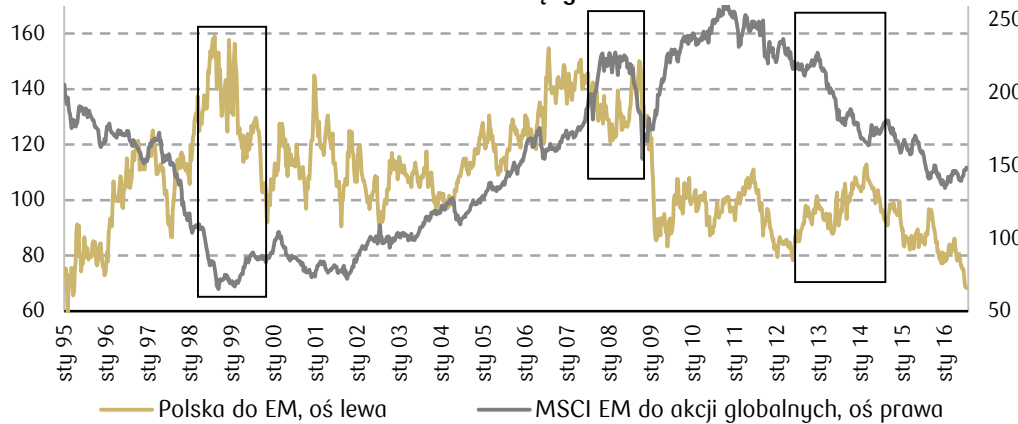


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

W kontekście prognozowanego na 12 miesięcy do przodu wskaźnika P/BV, polski rynek wyceniany jest obecnie na 1.0x, co stanowi 32-procentowe dyskonto względem danych historycznych i 22-procentowe dyskonto do uniwersum rynków wschodzących.

Oczekiwany zwrot z kapitałów własnych na polskim rynku utrzymuje się na poziomie ok. 8% (skorygowanym o inflację); zwracamy uwagę, że jest to więcej niż 6%- ROE (w ujęciu realnym) na rynkach wschodzących.

Relatywne zachowanie się rynku polskiego i rynków wschodzących

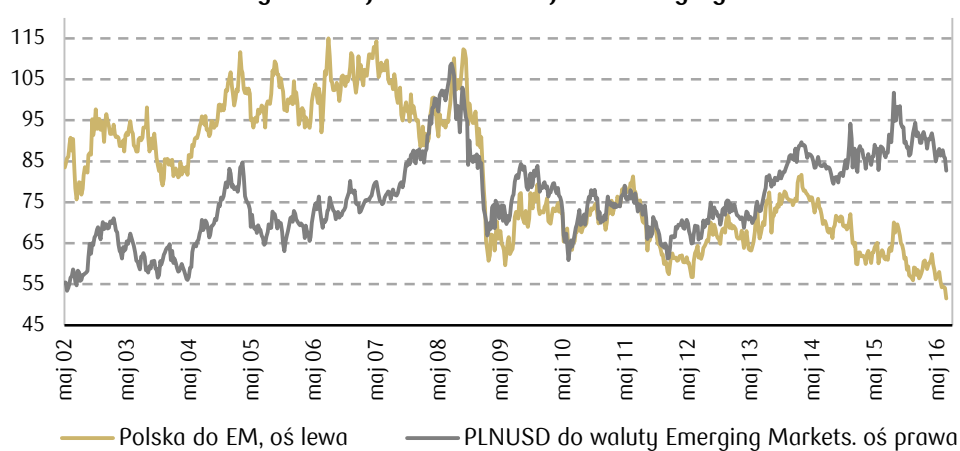


Siła relatywna polskiego rynku akcji w stosunku do rynków wschodzących znajduje się na 20 letnim minimum. Jednocześnie jednak siła relatywna akcji z rynków wschodzących odbiła się od 10-letniego dołka.

W ostatnim okresie polska waluta i obligacje także zaczęły się osłabiać względem swoich odpowiedników z rynków wschodzących.

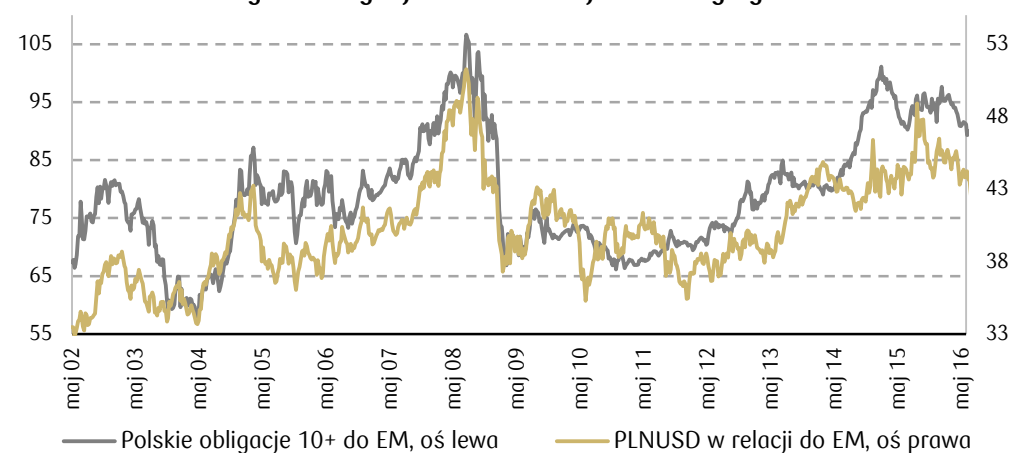
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Polski rynek akcji i PLN w relacji do Emerging Markets

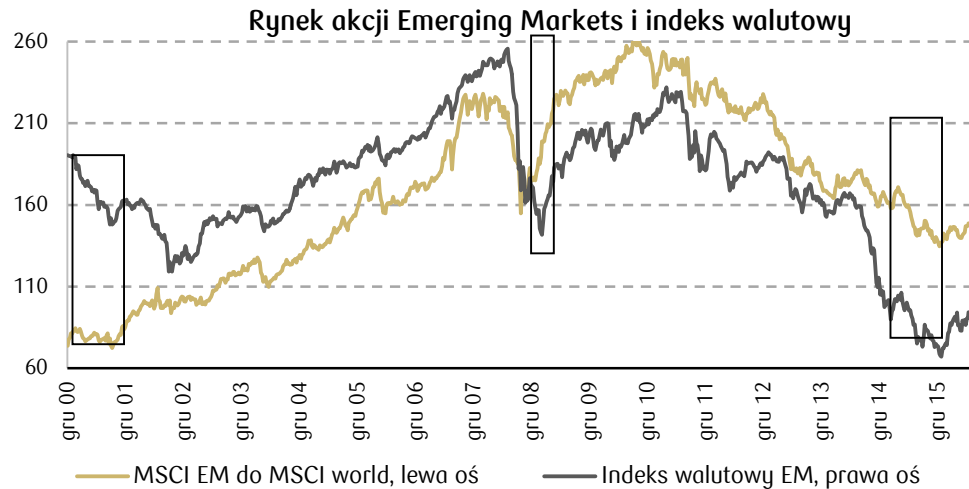


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Polski rynek obligacji i PLN w relacji do Emerging Markets



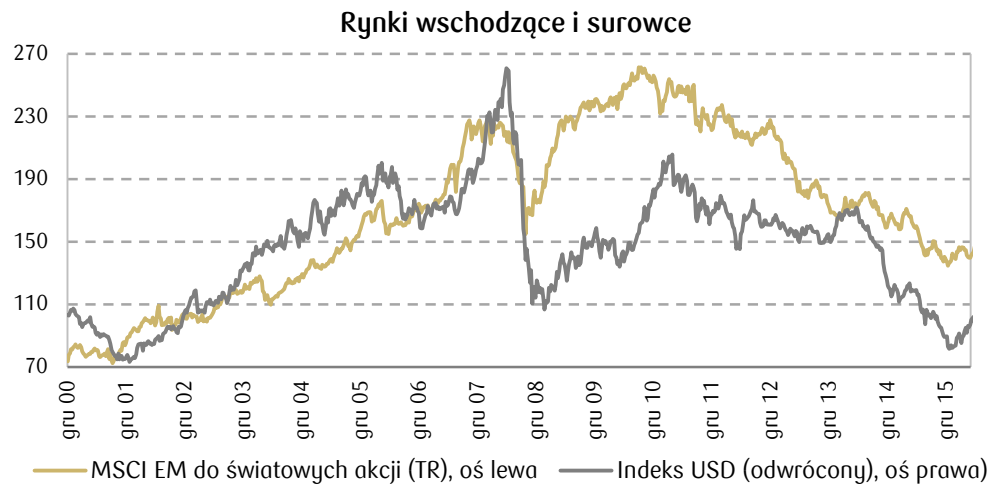
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Rynki wschodzące odbiły się na skutek odwrócenia się trendów na rynku dolara amerykańskiego. Wszystkie klasy aktywów powiązanych z rynkami wschodzącymi zaczęły rosnąć równoległe z rynkami surowcowymi.

Zwracamy uwagę, że w ujęciu globalnym spółki o małej i średniej kapitalizacji wypracowały gorsze stopy zwrotu niż indeksy szerokiego rynku. W Polsce zachowanie się małych i średnich spółek było odmienne, stały się one bezpieczną przystanią dla inwestorów uciekających z ogarniętego kłopotami uniwersum dużych spółek.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



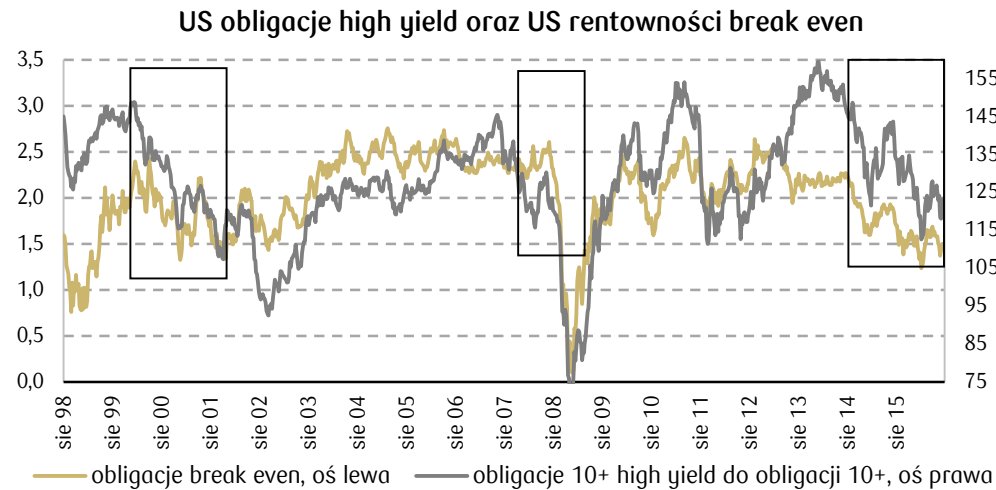
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

# Rynki: względne wyniki akcji i kredytów



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Luka między stopami zwrotu z globalnych akcji a rynkami wysokooprocentowanych obligacji amerykańskich i globalnych wydaje się zmniejszać. Dzięki temu, jak na razie, rynkom akcji udało się uniknąć poważniejszej korekty, na którą wskazywałyby historyczne zależności międzyrynkowe.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

## Prognozy makroekonomiczne dla Polski

(%)	2013	2014	2015	2016P	2017P
Realny PKB	1,7	3,3	3,6	3,6	3,5
Konsumpcja prywatna	1,2	3,0	3,1	4,0	3,4
Wydatki rządowe	2,1	4,7	2,8	2,8	2,7
Inwestycje	5,1	10,0	6,1	2,9	5,8
Indeks inflacji	0,7	0,4	-0,5	-0,2	1,7
Bilans obrotów bieżących	-1,3	-1,4	-0,1	-0,7	-1,2
Stopa oszczędności	3,6	1,9	3,4	3,7	n.a.
Saldo budżetu	-4,3	-3,2	-3,1	-3,5	-3,5
Zadłużenie publiczne	55,7	50,1	53,4	53,6	53,6
Zadłużenie zagraniczne	71,7	70,1	67,7	65,9	66,0
Bezrobocie	13,4	11,5	10,0	9,4	9,0
Wynagrodzenia	2,6	2,3	3,3	3,8	n.a.
Stopa referencyjna	2,5	2,0	1,5	1,4	2,0
Kurs USDPLN	3,01	3,54	3,92	4,31	4,09
Rentowność 10-latek	4,4	2,5	3,1	3,1	3,4

Źródło: Bloomberg, OECD, PKO BP

## Prognozy makroekonomiczne dla Czech

(%)	2013	2014	2015	2016P	2017P
Realny PKB	-0,9	2,0	4,2	2,5	2,8
Konsumpcja prywatna	0,7	1,5	3,5	2,9	3,2
Wydatki rządowe	2,4	1,8	2,2	2,0	1,9
Inwestycje	0,8	1,9	7,3	4,5	4,0
Indeks inflacji	1,4	0,4	0,3	0,9	2,0
Bilans obrotów bieżących	-2,2	0,6	1,2	0,9	0,5
Stopa oszczędności	9,7	10,0	9,9	9,6	n.a.
Saldo budżetu	-1,5	-1,7	-1,6	-1,4	-1,2
Zadłużenie publiczne	45,7	44,0	43,5	42,5	42,0
Zadłużenie zagraniczne	52,4	66,6	65,3	64,6	62,4
Bezrobocie	8,2	7,5	5,1	5,0	5,0
Wynagrodzenia	-0,6	3,0	3,2	3,2	n.a.
Stopa referencyjna	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3
Kurs USDCZK	19,8	22,9	24,9	25,0	23,4
Rentowność 10-latek	2,5	0,7	0,5	0,9	n.a.

Źródło: Bloomberg, Bank Centralny, Komisja Europejska, OECD

## Prognozy makroekonomiczne dla Węgier

(%)	2013	2014	2015	2016P	2017P
Realny PKB	1,1	3,6	3,0	2,5	2,6
Konsumpcja prywatna	-0,1	1,6	2,8	2,4	n.a.
Wydatki rządowe	3,2	2,4	0,0	-0,2	n.a.
Inwestycje	8,7	3,9	3,1	-0,5	n.a.
Indeks inflacji	1,6	0,2	-0,1	1,0	2,6
Bilans obrotów bieżących	2,9	3,0	4,4	4,3	3,7
Stopa oszczędności	10,7	10,6	10,8	10,0	n.a.
Saldo budżetu	-2,4	-2,9	-2,5	-2,5	-2,4
Zadłużenie publiczne	77,3	76,6	76,7	73,8	71,0
Zadłużenie zagraniczne	115,9	108,7	92,5	83,3	78,7
Bezrobocie	9,2	7,9	6,9	6,8	6,4
Wynagrodzenia	1,5	3,8	3,9	3,0	n.a.
Stopa referencyjna	3,0	2,1	1,4	1,0	1,0
Kurs USDHUF	215,6	261,4	290,4	286,0	275,0
Rentowność 10-latek	5,9	3,7	3,3	3,4	n.a.

Źródło: Bloomberg, Bank Centralny, Komisja Europejska, OECD

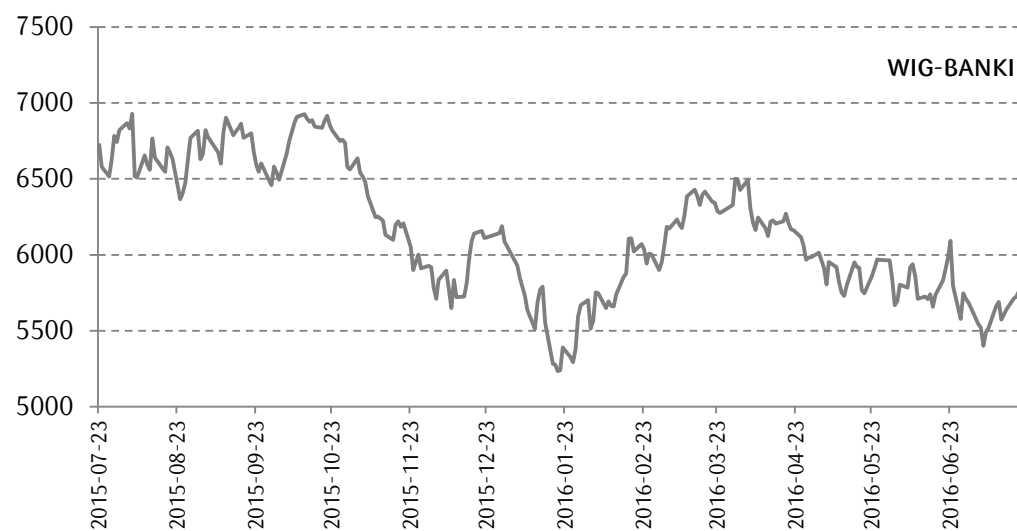
## Prognozy makroekonomiczne dla Rumunii

(%)	2013	2014	2015F	2016P	2017P
Realny PKB	3,4	3,0	3,5	3,5	3,4
Konsumpcja prywatna	1,2	4,5	3,5	3,8	n.a.
Wydatki rządowe	-4,8	5,3	0,7	2,5	n.a.
Inwestycje	-7,9	-3,5	3,2	4,2	n.a.
Indeks inflacji	3,2	1,4	0,0	0,6	2,2
Bilans obrotów bieżących	-1,2	-0,5	-1,0	-1,4	-2,3
Stopa oszczędności	-9,2	-11,4	-10,3	-10,6	n.a.
Saldo budżetu	-2,2	-1,5	-2,0	-2,8	-2,3
Zadłużenie publiczne	38,0	39,8	40,1	40,6	40,5
Zadłużenie zagraniczne	69,7	62,8	59,4	58,5	57,3
Bezrobocie	7,1	6,8	6,6	6,5	n.a.
Wynagrodzenia	2,7	2,0	2,5	2,8	n.a.
Stopa referencyjna	4,0	2,8	1,8	2,3	n.a.
Kurs USDRON	3,3	3,7	4,1	4,2	3,8
Rentowność 10-latek	5,3	3,6	3,8	n.a.	n.a.

Źródło: Bloomberg, Bank Centralny, Komisja Europejska, OECD



## SEKTOR FINANSOWY



## Alior Bank (Trzymaj, 57 PLN)

Kurs akcji: 53,98 PLN

Kapitalizacja: 6977,33 mln PLN

Data publikacji wyników: 11.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	373,7	433,5	16%	716,9	846,0	18%	1 754,5	2 742,0	56%
Wynik z opłat i prowizji	70,3	90,3	28%	163,1	177,6	9%	356,6	589,5	65%
Przychody ogółem	525,0	592,6	13%	1 044,7	1 171,9	12%	2 423,2	3 757,6	55%
Koszty operacyjne	-262,5	-286,6	9%	-520,4	-563,2	8%	-1 127,9	-2 425,6	115%
Wynik operacyjny	262,5	306,0	17%	524,3	608,7	16%	1 295,3	1 332,0	3%
Saldo rezerw	-159,5	-169,9	7%	-304,1	-345,7	14%	-740,1	-1 021,4	38%
Wynik przed opodatkowaniem	103,0	105,0	2%	220,2	211,2	-4%	439,2	116,2	-74%
Wynik netto	87,8	77,2	-12%	179,0	157,4	-12%	327,9	54,0	-84%
Marża odsetkowa (w %)	4,3	4,3		4,3	4,2		3,7	4,7	
Koszty/Dochody (w %)	50,0	48,4		49,8	48,1		46,5	64,6	
Koszty ryzyka (w %)	2,2	1,9		2,1	2,0		1,8	2,0	
P/E							21,3	129,1	
P/BV							1,1	1,1	

- Poprawa wyniku odsetkowego o 5% kw/kw, głównie dzięki dynamicznemu wzrostowi portfela (wzrost o ponad 1 mld PLN kw/kw).
- Poprawa wyniku z tytułu opłat i prowizji (+3% kw/kw).
- Wyniki kwartału obciążone kosztami gwarancji (-11 mln PLN przed podatkiem).
- Wzrost kosztów operacyjnych o 4% kw/kw, m. in. na marketing.
- Spadek kosztów ryzyka do 1,9pb.
- Podatek bankowy w wysokości 31 mln PLN.

## BZ WBK (Sprzedaj, 264 PLN)

Kurs akcji: 279,95 PLN

Kapitalizacja: 27780,7 mln PLN

Data publikacji wyników: 27.7.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	1 032,5	1 148,7	11%	2 082,7	2 273,4	9%	4 635,8	4 914,7	6%
Wynik z opłat i prowizji	502,0	470,0	-6%	961,2	942,7	-2%	1 909,7	2 005,2	5%
Przychody ogółem	1 716,7	2 013,7	17%	4 069,4	3 782,2	-7%	7 232,5	7 273,2	1%
Koszty operacyjne	-809,3	-797,1	-2%	-1 617,7	-1 602,3	-1%	-3 211,7	-3 226,3	0%
Wynik operacyjny	907,4	1 216,6	34%	2 451,7	2 179,9	-11%	4 020,8	4 046,9	1%
Saldo rezerw	-162,5	-189,5	17%	-353,2	-323,7	-8%	-712,0	-858,3	21%
Wynik przed opodatkowaniem	749,6	933,3	24%	2 103,9	1 702,5	-19%	2 963,0	2 794,2	-6%
Wynik netto	541,6	687,9	27%	1 577,4	1 244,3	-21%	2 134,3	1 968,1	-8%
Marża odsetkowa (w %)	3,3	3,5		3,3	3,4		3,4	3,6	
Koszty/Dochody (w %)	47,1	39,6		39,8	42,4		44,4	44,4	
Koszty ryzyka (w %)	0,7	0,7		0,8	0,6		0,7	0,8	
P/E							13,0	14,1	
P/BV							1,4	1,3	

- Wyniki wsparte zyskiem jednorazowym z tytułu rozliczenia transakcji Visy: zakładamy pozytywny wpływ na poziomie 292 mln PLN przed podatkiem.
- Poprawa wyniku odsetkowego kw/kw o 2%, dzięki lekkiej poprawie marży odsetkowej (głównie po stronie depozytowej) oraz wyższym wolumenom kredytowym.
- Słaby wynik prowizyjny, głównie z uwagi na niskie przychody z obszaru rynku kapitałowego.
- Dobra kontrola kosztów operacyjnych.
- Normalizacja kosztów ryzyka na poziomie ok. 70pb.

## Erste Bank (Kupuj, 23,6 EUR)

Kurs akcji: 24,25 EUR

Kapitalizacja: 45393,62 mln PLN

Data publikacji wyników: 5.8.2016

mln EUR	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	1 113,0	1 061,0	-5%	2 212,0	2 153,0	-3%	4 276,0	4 246,2	-1%
Wynik z opłat i prowizji	456,0	455,0	0%	917,0	898,0	-2%	1 829,5	1 918,2	5%
Przychody ogółem	1 735,0	1 662,0	-4%	3 435,0	3 291,0	-4%	6 583,7	6 643,5	1%
Koszty operacyjne	949,0	957,0	1%	1 897,0	1 966,0	4%	3 960,9	3 994,4	1%
Wynik operacyjny	762,0	705,0	-7%	1 503,0	1 325,0	-12%	2 628,8	2 649,2	1%
Saldo rezerw	191,0	-15,0	-108%	374,0	41,0	-89%	571,7	906,1	58%
Wynik przed opodatkowaniem	549,0	837,0	52%	964,0	1 264,0	31%	1 957,1	1 468,1	-25%
Wynik netto	261,0	560,0	115%	487,0	835,0	71%	1 219,2	822,8	-33%
Marża odsetkowa (w %)	2,3	2,2		2,3	2,2		2,3	2,4	
Koszty/Dochody (w %)	58,1	60,9		58,1	62,3		57,2	57,3	
Koszty ryzyka (w %)	0,6	0,6		0,6	0,4		0,8	0,8	
P/E							8,5	12,7	
P/BV							0,9	0,8	

- Erste Bank przedstawił już wstępne prognozy dotyczące wyników 2Q 2016 r., które potwierdzają nasze wcześniejsze oczekiwania co do szczególnie dobrego kwartału (choć w pewnym stopniu wynika to ze zdarzeń jednorazowych).
- W oparciu o te prognozy oczekujemy znacznej poprawy w zakresie kosztów ryzyka; dzięki sprzedaży NPL powinna ona wywrzeć pozytywny wpływ na wyniki na skutek likwidacji rezerw.
- W zakresie portfela pożyczek prognozujemy szybszy wzrost do nieco poniżej 4% r/r i odbicie marży odsetkowej dzięki potencjalnej stabilizacji (lub nawet lekkiej poprawie) na rynku austriackim i czeskim. W ujęciu ogólnym wynik odsetkowy netto może się zmniejszyć o 30 mln EUR kw/kw i 5% r/r. Z drugiej strony spodziewamy się wzrostu wyniku prowizyjnego o 10 mln EUR kw/kw, co zrównoważy spadający wynik odsetkowy.

(c.d. na następnej stronie)

- Na koszty operacyjne i wynik na pozostałej działalności operacyjnej pozytywny wpływ powinna wywrzeć nieobecność standardowych kosztowych zdarzeń jednorazowych (podatek bankowy i koszty ubezpieczeń depozytów); z kolei transakcja Visa powinna wpłynąć pozytywnie na wynik pozostałej działalności operacyjnej (127 mln EUR).
- W efekcie oczekujemy, że zysk netto za 2Q 2016 r. wzrośnie o 115% r/r, a zysk za H1 powinien się zwiększyć o 71% r/r.
- Skorygowane w górę prognozy spółki obejmują już poduszkę na ewentualną jednorazową zapłatę podatku bankowego w Austrii w 2016 r. Zgodnie z nowymi prognozami powinniśmy prawdopodobnie zmniejszyć szacowane roczne koszty ryzyka o ponad 300 mln EUR i podnieść wynik operacyjny o ok. 100-130 mln EUR (w oparciu o kapitał Tier 1 w wysokości 12,1 mld EUR na koniec 2015 r.), a także uwzględnić zdarzenie jednorazowe w postaci podatku w wysokości 200 mln EUR. Zmiany te prawdopodobnie podniosłyby naszą prognozę na rok 2016 z 1219 mln EUR do niemal 1480 mln EUR (czyli o 20%). Musielibyśmy także zwiększyć prognozy zysku netto na rok 2017 o 150 mln EUR (wstępnie założona jednorazowa zapłata podatku), a także ewentualnie nieco podnieść nasze szacunki dotyczące kosztów ryzyka (o ok. 5-10 pb). W sumie zmiany te wskazują na wysoki jednocyfrowy wzrost względem naszej aktualnej ceny docelowej.

# Getin Noble Bank (Niepokrywana)

Kurs akcji: 0,43 PLN

Kapitalizacja: 1139,56 mln PLN



Data publikacji wyników: 31.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	284,7	333,5	17%	555,9	656,5	18%	1 355,0	1 472,0	9%
Wynik z opłat i prowizji	89,0	21,1	-76%	184,0	57,4	-69%	158,0	201,0	27%
Przychody ogółem	384,3	374,0	-3%	889,7	779,0	-12%	1 576,0	1 700,0	8%
Koszty operacyjne	-237,7	-218,9	-8%	-488,4	-443,2	-9%	-881,0	-841,0	-5%
Wynik operacyjny	146,6	155,2	6%	401,4	335,7	-16%	696,0	859,0	23%
Saldo rezerw	-66,9	-142,9	114%	-195,4	-300,1	54%	-543,0	-512,0	-6%
Wynik przed opodatkowaniem	92,4	14,1	-85%	220,0	1,4	-99%	137,0	347,0	153%
Wynik netto	70,0	11,4	-84%	198,6	-6,8	-103%	103,0	281,0	173%
Marża odsetkowa (w %)	1,7	2,0		1,6	1,9		2,1	2,3	
Koszty/Dochody (w %)	61,9	58,5		54,9	56,9		55,9	49,5	
Koszty ryzyka (w %)	0,5	1,2		0,8	1,2		1,1	1,0	
P/E							11,1	4,1	
P/BV							0,2	0,2	

- Poprawa wyniku odsetkowego kw/kw dzięki spadającemu kosztowi finansowania.
- Wynik prowizyjny pod presją z uwagi na słabe przychody z tytułu produktów inwestycyjnych i ubezpieczeń (zmiana sposobu księgowania).
- Spadek kosztów operacyjnych w wyniku działań o charakterze restrukturyzacyjnym.
- Odpisy z tytułu utraty wartości na średnim poziomie z ostatnich kwartałów.
- Zakładamy brak podatku bankowego, z uwagi na program naprawczy.

## GPW (Kupuj, 37,4 PLN)

Kurs akcji: 32,28 PLN

Kapitalizacja: 1354,85 mln PLN

Data publikacji wyników: 29.7.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	77,2	73,6	-5%	165,3	154,6	-6%	301,2	302,6	0%
EBITDA	37,8	42,6	13%	92,1	83,5	-9%	164,1	163,2	-1%
EBIT	31,2	35,9	15%	79,3	70,5	-11%	137,7	135,5	-2%
Zysk netto	26,9	30,0	11%	65,3	56,3	-14%	110,6	113,3	2%
Marża EBITDA	49%	58%		56%	54%		54%	54%	
Marża EBIT	40%	49%		48%	46%		46%	45%	
Marża netto	35%	41%		39%	36%		37%	37%	
EV/EBITDA							7,6	7,5	
P/E							12,2	12,0	

- Pomimo niskich obrotów na rynku akcji spodziewamy się przyzwoitych wyników GPW (wzrost zysku netto o 11% r/r i 14% kw/kw). Pozytywny wpływ ma zmiana sposobu księgowania opłaty na KNF, która w 2016 w całości obciążyla 1Q16.
- Zakładamy spadek przychodów na rynku finansowym o 3% kw/kw i 12% r/r, m.in. z uwagi na słabe obroty na rynku akcji. Na rynku towarowym spodziewamy się spadku przychodów o 18% kw/kw (efekt sezonowy) oraz wzrostu o 10% r/r (wyższe przychody na handlu gazem oraz obrocie certyfikatami).
- Pomimo zaksięgowania dodatkowych kosztów osobowych z tytułu odpraw, spodziewamy się dobrej kontroli kosztów operacyjnych.

## Handlowy (Trzymaj, 73 PLN)

Kurs akcji: 67,5 PLN

Kapitalizacja: 8819,52 mln PLN

Data publikacji wyników: 31.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	240,0	252,6	5%	496,8	500,0	1%	1 020,8	1 094,6	7%
Wynik z opłat i prowizji	158,6	143,5	-10%	310,0	286,1	-8%	587,5	616,9	5%
Przychody ogółem	497,8	582,5	17%	1 088,8	1 031,6	-5%	2 031,8	2 095,6	3%
Koszty operacyjne	-311,4	-299,4	-4%	-624,4	-612,4	-2%	-1 201,9	-1 201,9	0%
Wynik operacyjny	186,3	283,1	52%	464,5	419,2	-10%	830,0	893,7	8%
Saldo rezerw	-2,0	-7,2	263%	-5,5	-1,7	-70%	-8,8	-28,9	-
Wynik przed opodatkowaniem	184,4	256,4	39%	459,0	384,9	-16%	747,7	779,4	4%
Wynik netto	150,2	201,2	34%	367,2	305,6	-17%	587,7	606,4	3%
Marża odsetkowa (w %)	2,0	2,1		2,1	2,1		2,1	2,2	
Koszty/Dochody (w %)	62,6	51,4		57,3	59,4		59,2	57,4	
Koszty ryzyka (w %)	0,0	0,2		0,1	0,0		0,0	0,1	
P/E							15,0	14,5	
P/BV							1,3	1,3	

- Wyniki wsparte zyskiem jednorazowym z tytułu rozliczenia transakcji Visy; zakładamy pozytywny wpływ na poziomie 85 mln PLN przed podatkiem.
- Poprawa wyniku odsetkowego kw/kw o 2%, dzięki wyższym wolumenom oraz nieznacznie lepszej marży.
- Wynik prowizyjny pod presją słabych przychodów związanych z rynkiem kapitałowym.
- Zakładamy koszty operacyjne na poziomie ok. 300 mln PLN.
- Odpisy z tytułu utraty wartości na poziomie kilku mln PLN.
- Zakładamy 20 mln PLN podatku bankowego w 2Q16.



# ING BSK (Trzymaj, 129 PLN)

Kurs akcji: 128,2 PLN

Kapitalizacja: 16678,82 mln PLN

Data publikacji wyników: 3.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	594,1	684,4	15%	1 163,1	1 352,5	16%	2 791,3	3 119,6	12%
Wynik z opłat i prowizji	263,5	251,0	-5%	513,5	504,9	-2%	1 005,9	1 046,1	4%
Przychody ogółem	981,4	1 154,4	18%	1 887,4	2 130,0	13%	4 159,8	4 346,7	4%
Koszty operacyjne	-502,3	-514,4	2%	-997,9	-1 023,2	3%	-2 053,4	-2 124,9	3%
Wynik operacyjny	479,1	640,0	34%	889,5	1 106,8	24%	2 106,5	2 221,8	5%
Saldo rezerw	-64,3	-73,7	15%	-148,6	-152,6	3%	-314,4	-376,5	20%
Wynik przed opodatkowaniem	414,8	488,6	18%	740,9	826,0	11%	1 501,9	1 500,9	0%
Wynik netto	344,6	375,3	9%	605,6	634,5	5%	1 142,8	1 131,8	-1%
Marża odsetkowa (w %)	2,5	2,5		2,4	2,5		2,6	2,7	
Koszty/Dochody (w %)	51,2	44,6		52,9	48,0		49,4	48,9	
Koszty ryzyka (w %)	0,4	0,4		0,5	0,4		0,4	0,4	
P/E							14,6	14,7	
P/BV							1,5	1,5	

- Wyniki wsparte przez zyski z tytułu transakcji Visy: zakładamy pozytywny wpływ na poziomie ok. 184 mln przed podatkiem (część gotówkowa w pełnej wysokości, natomiast część akcyjna i odroczone z dyskontem).
- Lekka poprawa wyniku odsetkowego (+2% kw/kw) z uwagi na wzrost portfela przy założeniu stabilnych marż.
- Wynik prowizyjny pod presją wyników w obszarze rynków kapitałowych (dystrybucja funduszy inwestycyjnych, działalność brokerska).
- Wzrost kosztów operacyjnych o 2% r/r i 1% kw/kw.
- Zakładamy odpisy na niskim poziomie ok. 40 pb.
- Wpływ podatku bankowego szacujemy na 78 mln PLN (wobec 51 mln PLN za dwa miesiące 1Q16).

## Komercni (Kupuj, 992 CZK)

Kurs akcji: 978 CZK

Kapitalizacja: 29766,14 mln PLN

Data publikacji wyników: 3.8.2016

mln CZK	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	5 321,0	5 160,0	-3%	10 669,0	10 394,0	-3%	20 791,3	20 290,1	-2%
Wynik z opłat i prowizji	1 785,0	1 751,0	-2%	3 486,0	3 451,0	-1%	6 923,5	7 066,4	2%
Przychody ogółem	7 722,0	8 395,0	9%	15 453,0	16 093,0	4%	31 277,4	30 197,9	-3%
Koszty operacyjne	3 623,0	3 270,0	-10%	6 979,0	7 149,0	2%	13 789,0	13 938,7	1%
Wynik operacyjny	4 099,0	5 125,0	25%	8 474,0	8 940,0	5%	17 501,3	16 259,2	-7%
Saldo rezerw	9,0	324,0	3500%	118,0	549,0	365%	1 226,8	1 434,4	17%
Wynik przed opodatkowaniem	4 138,0	4 846,0	17%	8 450,0	8 487,0	0%	16 452,6	14 997,9	-9%
Wynik netto	3 183,0	3 815,0	20%	6 639,0	6 709,0	1%	12 976,4	11 733,3	-10%
Marża odsetkowa (w %)	2,4	2,3		2,4	2,3		2,3	2,3	
Koszty/Dochody (w %)	47,1	43,2		45,3	46,9		43,5	43,0	
Koszty ryzyka (w %)	0,0	0,2		0,1	0,2		0,2	0,2	
P/E							14,2	15,7	
P/BV							1,7	1,7	

- Z uwagi na brak negatywnych zdarzeń jednorazowych (odnotowanych w 2Q 2015) i obecność pozytywnych zdarzeń jednorazowych (transakcja Visa w Q2 2016 r.), zysk netto Komercni powinien sięgnąć 3815 mln CZK, co implikuje wzrost o 20% r/r. W ujęciu operacyjnym jednak przychody z działalności podstawowej pozostaną pod niewielką presją ze strony utrzymującej się erozji marży (głównie z powodu niższych bieżących zwrotów z reinwestycji).
- Oczekujemy wzrostu kosztów ryzyka o 44% kw/kw, co stoi w pewnej sprzeczności z bardziej pozytywnymi trendami w pozostałych bankach działających w regionie CE3. Wydaje się, że spółka jest zdeterminowana, by zrealizować roczną prognozę w zakresie odpisów na rezerwy na poziomie ponad 30 pb.
- Spodziewamy się silnego wzrostu wolumenu kredytów (przy wzroście rynku na poziomie ok. 9% r/r), ale gwałtowny wzrost zobowiązań depozytowych utrudni zamianę portfela niżej oprocentowanych papierów wartościowych na kredyty wyżej oprocentowane.

## Kruk (Kupuj, 211 PLN)

Kurs akcji: 206,25 PLN

Kapitalizacja: 3612,62 mln PLN

Data publikacji wyników: 28.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	153,6	167,6	9%	286,8	328,3	14%	711,3	776,0	9%
EBITDA	68,5	74,4	9%	132,1	147,9	12%	312,3	360,9	16%
EBIT	65,4	71,4	9%	126,1	141,6	12%	300,0	348,4	16%
Zysk netto	57,1	55,3	-3%	107,7	116,2	8%	231,1	255,0	10%
Marża EBITDA	45%	44%		46%	45%		44%	47%	
Marża EBIT	43%	43%		44%	43%		42%	45%	
Marża netto	37%	33%		38%	35%		32%	33%	
EV/EBITDA							15,5	13,6	
P/E							15,6	14,2	

- Spodziewamy się 55 mln PLN zysku netto w 2Q16, tj. niżej o 3% r/r i 9% kw/kw.
- Wysokie spłaty gotówkowe na poziomie 230 mln PLN.
- Rekordowy poziom inwestycji w nowe portfele (667 mln PLN).
- Zakładamy podwyższony poziom kosztów bezpośrednich w związku z nabyciem portfela PRESCO, co skutkowało podwyższonym poziomem kosztów sądowych.
- EBITDA gotówkowa na poziomie 151 mln PLN, tj. +9% r/r i +6% kw/kw.

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	605,5	680,3	12%	1 193,0	1 356,8	14%	2 749,2	2 853,3	4%
Wynik z opłat i prowizji	230,3	210,0	-9%	424,2	421,8	-1%	854,3	897,0	5%
Przychody ogółem	884,8	1 207,6	36%	2 003,0	2 216,5	11%	4 211,4	4 155,1	-1%
Koszty operacyjne	-485,3	-490,0	1%	-938,1	-970,8	3%	-1 925,8	-1 929,9	0%
Wynik operacyjny	399,5	717,6	80%	1 064,8	1 245,7	17%	2 285,7	2 225,2	-3%
Saldo rezerw	-107,7	-128,2	19%	-207,6	-196,7	-5%	-424,4	-445,2	5%
Wynik przed opodatkowaniem	291,9	505,1	73%	857,2	907,4	6%	1 549,6	1 428,5	-8%
Wynik netto	221,3	380,8	72%	672,3	688,6	2%	1 159,2	1 051,8	-9%
Marża odsetkowa (w %)	2,1	2,3		2,1	2,3		2,3	2,4	
Koszty/Dochody (w %)	54,8	40,6		46,8	43,8		45,7	46,4	
Koszty ryzyka (w %)	0,5	0,6		0,5	0,5		0,5	0,5	
P/E							11,3	12,4	
P/BV							1,0	0,9	

- Wyniki wsparte przez zyski z tytułu transakcji Visy: zakładamy pozytywny wpływ na poziomie ok. 250 mln przed podatkiem (część gotówkowa w pełnej wysokości, natomiast część akcyjna i odroczone z dyskontem).
- Lekki wzrost wyniku odsetkowego (+1% kw/kw), przy stabilnej marży i minimalnie wyższych wolumenach.
- Wynik prowizyjny pod presją (-1% kw/kw, -9% r/r).
- Słaby wynik tradingowy (wykluczając efekt Visy).
- Saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych bliskie zera.
- Stabilne koszty osobowe i administracyjne. Wyższa amortyzacja.
- Wzrost odpisów z tytułu utraty wartości, m.in. na skutek spisania kilku ekspozycji w segmencie korporacyjnym.
- Zakładamy ok. 85 mln PLN podatku bankowego w 2Q16.

# Millennium (Kupuj, 5,3 PLN)

Kurs akcji: 4,53 PLN

Kapitalizacja: 5495,41 mln PLN

Data publikacji wyników: 26.7.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	333,4	359,9	8%	666,7	711,0	7%	1 450,8	1 512,4	4%
Wynik z opłat i prowizji	147,4	134,8	-9%	304,1	269,2	-11%	551,4	579,0	5%
Przychody ogółem	543,7	845,0	55%	1 089,2	1 384,2	27%	2 499,0	2 280,4	-9%
Koszty operacyjne	-271,2	-272,2	0%	-545,7	-544,1	0%	-1 082,6	-1 106,9	2%
Wynik operacyjny	272,4	572,8	110%	543,5	840,1	55%	1 416,5	1 173,5	-17%
Saldo rezerw	-59,3	-56,5	-5%	-127,2	-100,8	-21%	-217,2	-249,1	15%
Wynik przed opodatkowaniem	213,1	467,6	119%	415,0	658,3	59%	1 019,4	724,0	-29%
Wynik netto	165,2	348,9	111%	327,8	486,1	48%	755,1	539,1	-29%
Marża odsetkowa (w %)	2,0	2,2		2,1	2,2		2,2	2,3	
Koszty/Dochody (w %)	49,9	32,2		50,1	39,3		43,3	48,5	
Koszty ryzyka (w %)	0,5	0,5		0,5	0,4		0,4	0,5	
P/E							7,3	10,2	
P/BV							0,8	0,7	

- Wyniki wsparte zyskami z transakcji Visy: zakładamy wpływ ok. 318 mln PLN przed podatkiem (część gotówkowa w pełnej wysokości, natomiast część akcyjna i odroczone z dyskontem).
- Poprawa wyniku odsetkowego (+2% kw/kw) dzięki poprawie marży depozytowej.
- Wynik prowizyjny pod presją z uwagi na niskie przychody w obszarze funduszy inwestycyjnych.
- Zakładamy dodatkowe pozostałe koszty operacyjne w wysokości 15 mln PLN.
- Stabilny poziom kosztów operacyjnych.
- Koszty ryzyka na poziomie ok. 50pb. (zgodnie z całorocznym guidance spółki).
- Podatek bankowy w wysokości 49 mln PLN (wobec 32 mln PLN za dwa miesiące 1Q16).

# Moneta Money Bank (Kupuj, 83,5 CZK)

Kurs akcji: 77,5 CZK

Kapitalizacja: 6382,27 mln PLN



Data publikacji wyników: 11.8.2016

mln CZK	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	n.a.	2 188,0	-	n.a.	4 364,0	-	8 692,3	8 418,8	-3%
Wynik z opłat i prowizji	n.a.	494,0	-	n.a.	984,0	-	1 958,8	1 872,9	-4%
Przychody ogółem	n.a.	2 792,0	-	n.a.	5 565,0	-	11 089,4	10 741,4	-3%
Koszty operacyjne	n.a.	1 524,0	-	n.a.	2 706,0	-	5 386,8	5 384,5	0%
Wynik operacyjny	n.a.	1 268,0	-	n.a.	2 859,0	-	5 702,6	5 356,9	-6%
Saldo rezerw	n.a.	237,0	-	n.a.	508,0	-	1 056,9	1 222,5	16%
Wynik przed opodatkowaniem	n.a.	997,0	-	n.a.	2 351,0	-	4 645,6	4 134,4	-11%
Wynik netto	n.a.	798,0	-	n.a.	1 877,0	-	3 712,3	3 307,5	-11%
Marża odsetkowa (w %)	n.a.			n.a.	6,2		6,2	5,9	
Koszty/Dochody (w %)	n.a.			n.a.	49,2		49,1	50,7	
Koszty ryzyka (w %)	n.a.			n.a.	0,9		1,0	1,1	
P/E							10,7	12,0	
P/BV							1,5	1,5	

- Oczekujemy raczej stabilnego wyniku operacyjnego w Q2 2016, zniwelowanego jednak wyższymi niż zwykle kosztami operacyjnymi. Z uwagi na brak danych historycznych nie możemy przeprowadzić porównania prognoz r/r.
- Jeśli chodzi o koszty operacyjne, spółka powinna zaksięgować w wynikach za Q2 koszty związane z IPO (w kwocie przynajmniej 50 mln CZK) oraz koszty rebrandingu (szacowane na 175 mln CZK). Ogólnie rzecz biorąc oczekujemy wzrostu kosztów operacyjnych o 29% kw/kw. Dodatkowo oczekujemy umiarkowanego (14% kw/kw) wzrostu odpisów na rezerwy z tytułu ryzyka (ponieważ w Q1 sprzedano znaczny wolumen NPL).
- Nasza prognoza zakłada zysk netto na poziomie 798 mln CZK, co stanowi spadek o 26% względem Q1 2016.

mld HUF	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	140,0	132,2	-6%	282,7	261,2	-8%	529,4	586,5	11%
Wynik z opłat i prowizji	43,9	43,9	0%	81,2	82,7	2%	176,0	182,2	4%
Przychody ogółem	191,2	183,8	-4%	380,6	355,3	-7%	739,1	804,5	9%
Koszty operacyjne	96,6	99,8	3%	190,7	192,7	1%	400,3	405,6	1%
Wynik operacyjny	94,6	84,0	-11%	189,9	168,6	-11%	337,0	398,9	18%
Saldo rezerw	45,3	23,2	-49%	19,2	44,0	129%	109,8	119,5	9%
Wynik przed opodatkowaniem	49,3	60,8	23%	79,9	124,8	56%	227,5	279,5	23%
Wynik netto	38,2	58,0	52%	40,1	92,3	130%	172,3	206,2	20%
Marża odsetkowa (w %)	5,3	4,7		5,2	4,9		4,9	5,1	
Koszty/Dochody (w %)	50,5	54,3		50,1	53,4		54,3	50,4	
Koszty ryzyka (w %)	3,2	1,8		3,9	1,7		1,7	1,8	
P/E							11,1	9,3	
P/BV							1,4	1,3	

- W 2Q 2016 prognozujemy oczyszczony wynik na poziomie 45 mld HUF, co stanowi raczej płaską zmianę kw/kw i wzrost o 26% r/r. Na raportowany zysk netto pozytywny wpływ wywrze zdarzenie jednorazowe związane z transakcją Visa, które powinno wynieść 58 mld HUF.
- Z uwagi na umiarkowane osłabienie forinta przychody kwartalne z rynku rosyjskiego trzeba będzie przeliczyć po korzystniejszym kursie. Nieco wyższe (kw/kw) ogólne przychody będą w stanie zniwelować sezonowy wzrost kosztów operacyjnych, zapewniając porównywalny zysk operacyjny kw/kw.
- Koszty ryzyka będą porównywalne do 1Q 2016 z lepszą prognozą na pozostałą część roku (nie wykluczamy transakcji zbycia NPL w dalszej części roku) i niższe o 49% r/r.
- Spodziewamy się niewielkiego spadku marży odsetkowej netto; portfel kredytów także pozostanie raczej bez zmian, a baza depozytów powinna się zwiększać.

## Pekao (Trzymaj, 132 PLN)

Kurs akcji: 128 PLN

Kapitalizacja: 33596,16 mln PLN

Data publikacji wyników: 3.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	1 015,5	1 073,1	6%	2 058,4	2 142,9	4%	4 346,7	4 638,3	7%
Wynik z opłat i prowizji	513,3	479,7	-7%	993,8	943,1	-5%	1 915,1	2 010,8	5%
Przychody ogółem	1 759,1	1 915,9	9%	3 527,3	3 724,3	6%	7 160,1	7 229,6	1%
Koszty operacyjne	-880,4	-886,7	1%	-1 751,6	-1 766,4	1%	-3 510,5	-3 523,1	0%
Wynik operacyjny	878,7	1 029,2	17%	1 775,7	1 957,9	10%	3 649,6	3 706,6	2%
Saldo rezerw	-130,1	-130,5	0%	-267,2	-259,9	-3%	521,1	527,2	1%
Wynik przed opodatkowaniem	763,2	789,2	3%	1 538,7	1 517,9	-1%	2 722,8	2 714,8	0%
Wynik netto	619,2	613,5	-1%	1 243,6	1 186,9	-5%	2 112,1	2 109,5	0%
Marża odsetkowa (w %)	2,6	2,8		2,6	2,8		2,7	2,8	
Koszty/Dochody (w %)	50,0	46,3		49,7	47,4		49,0	48,7	
Koszty ryzyka (w %)	0,4	0,4		0,4	0,4		-0,4	-0,4	
P/E							15,9	15,9	
P/BV							1,4	1,4	

- Wyniki wsparte zyskiem jednorazowym z tytułu rozliczenia transakcji Visy: zakładamy pozytywny wpływ na poziomie 236 mln PLN przed podatkiem.
- W ujęciu kwartalnym spodziewamy się stabilizacji marży odsetkowej netto oraz wyniku odsetkowego.
- Wynik prowizyjny pod presją słabych przychodów związanych z rynkiem kapitałowym.
- Stabilny poziom kosztów operacyjnych.
- Koszty ryzyka na stabilnym poziomie ok. 40pb.
- Podatek bankowy na poziomie 120 mln PLN (wobec 81 mln PLN za dwa miesiące 1Q16).



## PZU (Kupuj, 33 PLN)

Kurs akcji: 29,4 PLN

Kapitalizacja: 25387,57 mln PLN

Data publikacji wyników: 24.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Składka przypisana brutto	4 445,6	4 783,4	8%	9 126,5	9 584,0	5%	19 336,2	20 082,8	4%
Wynik lokacyjny	106,7	618,4	479%	1 057,8	1 649,8	56%	3 994,7	5 636,2	41%
Odszkodowania netto	-2 960,5	-2 943,9	-1%	-6 006,4	-6 010,5	0%	-12 507,7	-13 171,6	5%
Koszty operacyjne	-991,7	-1 224,0	23%	-1 952,9	-2 460,8	26%	-5 253,5	-6 410,8	22%
Zysk brutto	464,7	382,3	-18%	1 619,0	1 070,1	-34%	2 942,1	3 096,6	5%
Zysk netto	380,3	246,2	-35%	1 321,6	732,8	-45%	2 074,6	2 377,5	15%
P/E							12,2	10,7	
P/BV							1,6	1,5	

- Spodziewamy się słabych wyników PZU w 2Q16, głównie za sprawą słabego wyniku inwestycyjnego.
- Wzrost przypisu składki brutto o 8%, dzięki podwyżkom cen w ubezpieczeniach komunikacyjnych oraz składce w ramach Towarzystwa Ubezpieczeń Wzajemnych.
- Słaby wynik inwestycyjny, głównie za sprawą negatywnego wyniku na portfelu akcyjnym (w tym duża strata na ekspozycji w Grupę Azoty – ponad 200 mln PLN).
- Odszkodowania netto niższe kw/kw z uwagi na wysokie odszkodowania rolne w 1Q16.
- Koszty operacyjne na poziomie zbliżonym do 1Q16.

# Raiffeisen Bank (Trzymaj, 15,1 EUR)

Kurs akcji: 12,05 EUR

Kapitalizacja: 15375,94 mln PLN

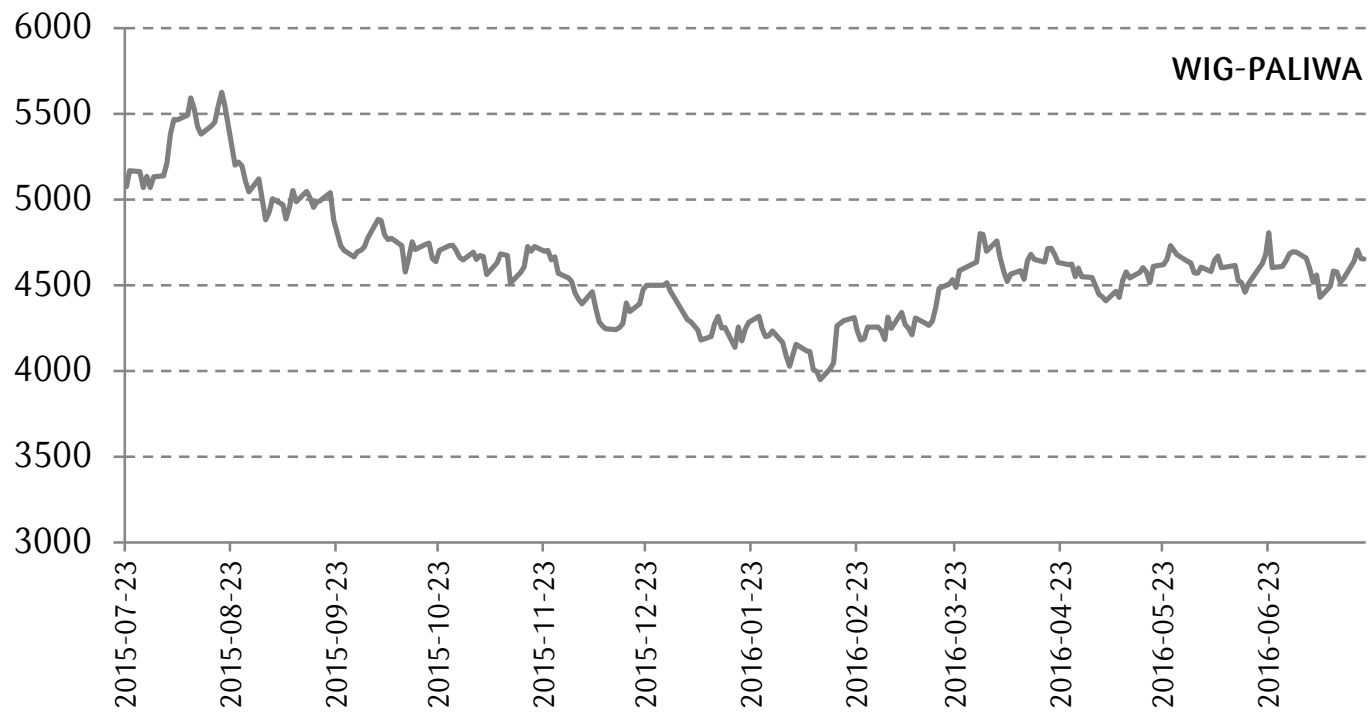


Data publikacji wyników: 18.8.2016

mln EUR	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Wynik odsetkowy	862,0	774,0	-10%	1 682,0	1 492,0	-11%	3 131,0	2 786,6	-11%
Wynik z opłat i prowizji	385,0	352,0	-9%	745,0	699,0	-6%	1 413,0	1 342,4	-5%
Przychody ogółem	1 311,0	1 149,0	-12%	2 429,0	2 253,0	-7%	4 640,2	4 228,1	-9%
Koszty operacyjne	697,0	697,0	0%	1 388,0	1 415,0	2%	2 755,7	2 491,5	-10%
Wynik operacyjny	629,0	452,0	-28%	1 056,0	838,0	-21%	1 884,9	1 737,0	-8%
Saldo rezerw	332,0	180,0	-46%	592,0	286,0	-52%	1 115,1	890,6	-20%
Wynik przed opodatkowaniem	279,0	308,0	10%	467,0	537,0	15%	472,9	681,4	44%
Wynik netto	205,0	208,0	1%	288,0	322,0	12%	281,2	432,4	54%
Marża odsetkowa (w %)	2,9	2,8		2,8	2,6		2,9	2,7	
Koszty/Dochody (w %)	53,2	60,7		57,5	62,9		59,4	58,9	
Koszty ryzyka (w %)	1,9	1,1		1,7	0,9		1,7	1,5	
P/E							12,6	8,2	
P/BV							0,4	0,4	

- Oczekujemy poprawy wyniku odsetkowego kw/kw, który w ujęciu r/r spadnie o 10%, ale w ujęciu kw/kw może dodać nawet 56 mln EUR. Koszty operacyjne także powinny spaść kw/kw z uwagi na nieobecność niektórych kosztów, które zostały uiszczone w Q1 2016 r.
- W przeciwieństwie do Erste Bank, któremu udało się sprzedać sporo NPL, w przypadku Raiffeisena nie zakładamy podobnego wpływu na poziom rezerw; dlatego też prognozujemy wzrost rezerw o 74 mln EUR kw/kw. Na wynik na pozostałej działalności operacyjnej pozytywny wpływ wywrze transakcja Visa (którą oceniamy na 97 mln EUR przed podatkiem).
- Wartość niespłaconych kredytów najpewniej spadnie, ponieważ spółka kontynuuje strategię ograniczania aktywów ważonych ryzykiem i sprzedaży portfeli kredytów.
- Na koniec wreszcie na poziomie netto oczekujemy wzrostu o zaledwie 1% r/r i 12% wzrostu r/r w wynikach za pierwsze półrocze 2016

## SEKTOR PALIWOWY



## Lotos (Trzymaj, 28,1 PLN)

Kurs akcji: 29,99 PLN

Kapitalizacja: 5544,35 mln PLN

Data publikacji wyników: 11.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	6 641,8	4 649,2	-30%	11 773,2	8 585,0	-27%	20 633,7	21 532,4	4%
EBITDA	755,1	657,4	-13%	1 200,8	1 058,0	-12%	1 883,7	1 837,9	-2%
EBITDA LIFO oczyszczona	599,0	557,4	-7%	1 060,0	1 104,0	4%	1 883,7	1 837,9	-2%
EBIT	568,7	395,4	-30%	836,4	533,0	-36%	985,2	959,3	-3%
Zysk netto	478,6	97,5	-80%	377,2	203,5	-46%	592,7	567,8	-4%
Marża EBITDA	11%	14%		10%	12%		9%	9%	
Marża EBIT	9%	9%		7%	6%		5%	4%	
Marża netto	7%	2%		3%	2%		3%	3%	
EV/EBITDA							6,3	6,5	
P/E							9,4	9,8	

- W 2Q16 marża rafinerijna Lotosu wyniosła 6,49 USD/bbl w porównaniu z 8,08 USD/bbl w 2Q15 r., co oznacza pogorszenie wyników w segmencie rafinerijnym r/r, które będą wsparte dodatnim efektem LIFO
- W segmencie wydobywczym wzrost cen ropy naftowej oraz większe wolumeny sprzedaży r/r pozwolą na poprawę wyniku
- Wpływ niższych cen gazu na wyniki segmentu rafinerijnego zostanie ograniczony przez koszty związane z przerobem droższej ropy naftowej zakupionej w 2015 r.
- Skonsolidowany wynik grupy zostanie obciążony zdarzeniami jednorazowymi z tytułu odpisów w segmencie wydobywczym (nieuwzględnione w wyniku)
- Saldo działalności finansowej będzie obciążone ujemnymi różnicami kursowymi z tytułu przeszacowania kredytów dolarowych
- Szacujemy, iż oczyszczona EBITDA LIFO całej grupy w 2Q16 wyniesie ok. 577 mln PLN wobec oczyszczonego EBITDA LIFO na poziomie 599 mln PLN w 2Q15 r.

# MOL (Kupuj, 19382 HUF)

Kurs akcji: 17670 HUF

Kapitalizacja: 25645,63 mln PLN

Data publikacji wyników: 5.8.2016

mld HUF	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	1 131,3	741,0	-35%	2 062,0	1 447,0	-30%	3 928,9	4 034,0	3%
EBITDA	195,4	187,2	-4%	333,9	315,9	-5%	534,2	614,0	15%
EBITDA CCS	182,9	169,4	-7%	337,0	298,1	-12%	534,2	614,0	15%
EBIT	110,8	116,6	5%	175,3	174,6	0%	238,1	308,0	29%
Zysk netto	62,7	73,3	17%	71,7	150,4	110%	127,3	170,7	34%
Marża EBITDA	17%	25%		16%	22%		14%	15%	
Marża EBIT	10%	16%		9%	12%		6%	8%	
Marża netto	6%	10%		3%	10%		3%	4%	
EV/EBITDA							4,5	3,8	
P/E							14,5	10,8	

- Wzrost poziomu wydobycia w 2Q16 r. mimo odbicia notowań ropy nie pozwoli jeszcze na poprawę wyników r/r (2Q15 średnia Brent 61.9 USD/bbl vs. 45.6 USD/bbl w 2Q16)
- Spadek marż rafineryjnych oraz petrochemicznych r/r przełoży się na lekkie pogorszenie wyników w segmencie downstream,
- Obniżka regulowanych cen gazu w Chorwacji w 2Q16 będzie miała negatywny wpływ na poziom przychodów uzyskiwanych ze sprzedaży gazu w segmencie upstream
- Segment gazowy pozostaje nadal pod wpływem trudnego otoczenia makroekonomicznego (wzrost rezerwacji mocy przesyłowych na krótsze okresy)

## OMV (Sprzedaj, 20 EUR)

Kurs akcji: 24,56 EUR

Kapitalizacja: 34909,37 mln PLN

Data publikacji wyników: 10.8.2016

mln EUR	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	5 726,0	4 553,4	-20%	11 551,9	8 544,4	-26%	20 673,0	23 468,6	14%
EBITDA	1 056,6	732,6	-31%	1 811,0	1 317,6	-27%	2 740,3	3 120,6	14%
EBITDA CCS	1 003,0	681,6	-32%	1 862,0	1 381,6	-26%	2 740,3	3 120,6	14%
EBIT	222,4	144,6	-35%	450,8	193,6	-57%	703,8	1 024,6	46%
Zysk netto	209,1	154,5	-26%	372,3	249,5	-33%	339,1	476,2	40%
Marża EBITDA	18%	16%		16%	15%		13%	13%	
Marża EBIT	4%	3%		4%	2%		3%	4%	
Marża netto	4%	3%		3%	3%		2%	2%	
EV/EBITDA							4,6	4,1	
P/E							23,6	16,8	

- Mimo wyższego wydobycia ropy w 2Q16 (316 kboe/d vs. 307 kboe/d w 2Q15) spadek notowań ropy naftowej r/r nie pozwoli na poprawę wyników r/r
- Marża rafinerijna w 2Q16 wyniosła 4.67 USD/bbl vs. 7,78 USD/bbl w 2Q15, co nie pozwoli na poprawę wyników w segmencie rafinerijnym r/r
- Wolumen sprzedaży gazu wyniósł 24.4 TWh vs. 23.05 TWh w 2Q15
- Wyniki operacyjne zostaną obciążone odpsiami aktualizującymi wartość licencji wydobywczych w Norwegii i na Madagaskarze w kwocie 80 mln EUR
- Spadek wyników w segmencie downstream nie zostanie zniwelowana przez segment upstream, w związku z nadal niższymi cenami ropy naftowej r/r

## PGNIG (Kupuj, 6,03 PLN)

Kurs akcji: 5,52 PLN

Kapitalizacja: 32568 mln PLN

Data publikacji wyników: 12.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	7 895,0	6 113,0	-23%	20 390,0	17 103,0	-16%	29 122,3	30 866,8	6%
EBITDA	1 671,0	1 228,0	-27%	3 996,0	3 631,0	-9%	6 569,5	6 303,0	-4%
EBITDA oczyszczona	1 913,0	1 852,0	-3%	4 314,0	4 225,0	-2%	6 569,5	6 303,0	-4%
EBIT	948,0	563,0	-41%	2 609,0	2 294,0	-12%	3 880,4	3 603,4	-7%
Zysk netto	621,0	357,4	-42%	1 802,0	1 753,0	-3%	2 514,4	2 396,3	-5%
Marża EBITDA	21%	20%		20%	21%		23%	20%	
Marża EBIT	12%	9%		13%	13%		13%	12%	
Marża netto	8%	6%		9%	10%		9%	8%	
EV/EBITDA							4,8	5,0	
P/E							13,0	13,6	

- Wyniki grupy na poziomie skonsolidowanym będą obciążone odpisem aktualizującym wartość aktywów wydobywczych w kwocie 624 mln PLN
- Niższy wolumen sprzedaży ropy naftowej zostanie zniwelowany wzrostem cen ropy naftowej, niemniej jednak r/r nie uda się poprawić wyników segmentu upstream ze względu na wysoką średnią notowań ropy w 2Q15 (61,9 USD/bbl)
- Wzrost wolumenów dystrybuowanego gazu r/r ze względu na utrzymanie taryf dystrybucyjnych na niezmiennym poziomie pozwoli na poprawę wyników r/r
- Szybszy spadek kosztu zakupu gazu w kontraktach długoterminowych w zestawieniu z wolniejszym spadkiem średniej ceny sprzedaży umożliwi osiągnięcie dodatniej marży na sprzedaży gazu w 2q16

## PKN Orlen (Sprzedaj, 65,6 PLN)

Kurs akcji: 63,1 PLN

Kapitalizacja: 26988,44 mln PLN

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	24 776,0	19 355,0	-22%	44 781,0	35 568,0	-21%	76 554,9	88 152,3	15%
EBITDA	2 627,0	2 999,0	14%	4 289,0	3 992,0	-7%	7 650,3	7 089,0	-7%
EBITDA LIFO oczyszczona	2 887,0	1 959,0	-32%	4 786,0	3 896,0	-19%	7 650,3	7 089,0	-7%
EBIT	2 163,0	2 491,0	15%	3 373,0	2 969,0	-12%	5 567,1	4 973,3	-11%
Zysk netto	1 367,0	1 608,0	18%	2 123,0	1 945,0	-8%	4 119,6	3 659,0	-11%
Marża EBITDA	11%	15%		10%	11%		10%	8%	
Marża EBIT	9%	13%		8%	8%		7%	6%	
Marża netto	6%	8%		5%	5%		5%	4%	
EV/EBITDA							4,4	4,5	
P/E							6,6	7,4	

- Oczyszczona 2Q16 EBITDA LIFO w segmencie downstream wyniosła 1,65 mld PLN wobec 2,7 mld PLN oczyszczona EBITDA LIFO w 2Q15; gorsze wyniki r/r to głównie rezultat słabszych marż rafineryjnych oraz niższych wolumenów w związku z licznymi przestojami
- 2Q16 EBITDA w segmencie detalicznym wyniosła 441 mln PLN wobec 349 mln PLN EBITDA w 2Q15; lepsze wyniki r/r to rezultat pozytywnego wpływu wzrostu wolumenów sprzedaży i wyższych marż paliwowych jak i pozapaliwowych
- 2Q16 EBIT w segmencie upstream był ujemny i wyniósł 30 mln PLN wobec straty operacyjnej rzędu 26 mln PLN EBIT w 2Q15; niższe ceny ropy naftowej nie zostały zniwelowane wzrostem poziomu wydobycia, skutkując stratami na poziomie operacyjnym
- Na koniec 2Q16 zadłużenie netto wyniosło 5,1 mld PLN wobec długu netto na koniec 2016 w wysokości 6,8 mld PLN.



## SEKTOR ENERGETYCZNY



## CEZ (Kupuj, 76,7 PLN)

Kurs akcji: 73,82 PLN

Kapitalizacja: 39714,4 mln PLN

Data publikacji wyników: 9.8.2016

mln CZK	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	49 889,0	51 833,0	4%	102 895,0	103 666,0	1%	194 634,5	200 254,9	3%
EBITDA	16 385,0	14 950,0	-9%	35 524,0	34 961,0	-2%	60 043,4	54 042,5	-10%
EBIT	9 273,0	7 860,0	-15%	21 300,0	20 827,0	-2%	28 744,2	22 899,2	-20%
Zysk netto	7 860,0	4 900,5	-38%	15 375,0	14 776,5	-4%	18 005,0	12 498,6	-31%
Marża EBITDA	33%	29%		35%	34%		31%	27%	
Marża EBIT	19%	15%		21%	20%		15%	11%	
Marża netto	16%	9%		15%	14%		9%	6%	
EV/EBITDA							6,4	7,1	
P/E							13,7	19,7	

- Wyniki pod wpływem spadku cen energii, które zostaną w niewielkim stopniu skompensowane poprzez wyższe wolumeny produkcji w el. atomowych w relacji do 2Q 2015.
- Oczekujemy stabilnych wyników w pozostałych segmentach.
- Na poziomie zysku operacyjnego w 2Q nie oczekujemy istotnych zdarzeń jednorazowych.
- Negatywnie na zysk netto będzie działać osłabienie się tureckiej liry.

## Enea (Trzymaj, 11,8 PLN)

Kurs akcji: 10,76 PLN

Kapitalizacja: 4749,92 mln PLN

Data publikacji wyników: 26.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	2 165,8	2 759,0	27%	4 612,2	5 695,8	23%	10 125,8	10 574,1	4%
EBITDA	385,1	512,0	33%	894,2	1 180,3	32%	2 265,7	2 462,0	9%
EBIT	196,8	232,3	18%	524,2	620,9	18%	1 347,6	1 353,8	0%
Zysk netto	153,5	162,9	6%	416,2	435,8	5%	1 032,1	935,4	-9%
Marża EBITDA	18%	19%		19%	21%		22%	23%	
Marża EBIT	9%	8%		11%	11%		13%	13%	
Marża netto	7%	6%		9%	8%		10%	9%	
EV/EBITDA							4,8	4,5	
P/E							4,6	5,1	

- Wyniki wyższe r/r ze względu na kontrybucję Bogdanki oraz brak istotnych odpisów z tytułu utarty wartości przez farmy wiatrowe (Enea posiada jedynie 70 MW).
- Oczekujemy spadku wyniku w segmencie dystrybucji ze względu na niższy WACC oraz stabilnych wyników w segmencie obrotu.
- Zakładamy słabsze wyników w segmencie wytwarzania ze względu na spadek cen zielony certyfikatów.

## Energa (Trzymaj, 11,5 PLN)

Kurs akcji: 9,92 PLN

Kapitalizacja: 4107,54 mln PLN

Data publikacji wyników: 11.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	2 512,1	2 213,0	-12%	5 425,1	4 834,0	-11%	10 589,5	11 459,6	8%
EBITDA	524,3	461,0	-12%	1 215,6	1 106,0	-9%	1 940,1	2 062,0	6%
EBIT	297,9	-8,0	-	764,8	98,0	-87%	731,6	1 111,9	52%
Zysk netto	177,9	-85,9	-	529,8	-77,9	-	353,8	621,9	76%
Marża EBITDA	21%	21%		22%	23%		18%	18%	
Marża EBIT	12%	0%		14%	2%		7%	10%	
Marża netto	7%	-4%		10%	-2%		3%	5%	
EV/EBITDA							4,7	4,6	
P/E							11,6	6,6	

- Spółka po raz kolejny dokonała odpisów posiadanych aktywów wiatrowych.
- W 2Q odpisy dokonane ze względu na zmiany regulacyjne mają wynieść 247 mln PLN.
- Wyniki w segmencie wytwarzania obniżą się dodatkowo ze względu na remont w elektrowni Ostrołęka.
- Oczekujemy spadku wyników w segmencie dystrybucji i stabilnych wyników w segmencie sprzedaży.

## PGE (Kupuj, 14,7 PLN)

Kurs akcji: 12,99 PLN

Kapitalizacja: 24288,19 mln PLN

Data publikacji wyników: 9.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	6 692,0	6 211,0	-7%	14 244,0	13 344,0	-6%	27 115,6	27 752,0	2%
EBITDA	2 079,0	1 412,0	-32%	4 326,0	3 234,0	-25%	7 060,8	7 060,2	0%
EBIT	-7 589,0	-87,0	-	-6 174,0	1 036,0	-	4 262,6	4 120,7	-3%
Zysk netto	-6 150,0	-168,5	-	-5 055,0	701,5	-	3 188,3	2 984,4	-6%
Marża EBITDA	31%	23%		30%	24%		26%	25%	
Marża EBIT	-113%	-1%		-43%	8%		16%	15%	
Marża netto	-92%	-3%		-35%	5%		12%	11%	
EV/EBITDA							4,6	5,1	
P/E							7,6	8,1	

- Największy wpływ na wyniki będą miały dokonane odpisy w wysokości ok. 0,8 mld PLN dotyczące utraty wartości przez farmy wiatrowe w segmencie OZE.
- W segmencie wytwarzania nadal będzie widoczny spadek wolumenów dotyczący elektrowni na węglu brunatnym ze względu na harmonogram remontów w Bełchatowie (1 TWh r/r).
- Wartość KDT powinna pozostać na poziomie 1Q 2016.
- Wyższe r/r będą koszty CO2.
- Oczekujemy spadku wyników w segmencie dystrybucji ze względu na niższy WACC oraz stabilnych wyników w segmencie handlu.

## Polenergia (Kupuj, 24,1 PLN)

Kurs akcji: 12,39 PLN

Kapitalizacja: 563 mln PLN

Data publikacji wyników: 10.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	677,6	698,2	3%	1 355,3	1 420,7	5%	2 754,8	2 751,6	0%
EBITDA	44,2	53,5	21%	108,9	141,3	30%	243,0	233,7	-4%
EBIT	23,4	-28,9	-	67,4	32,2	-52%	128,1	118,9	-7%
Zysk netto	9,4	-38,6	-	36,0	-2,2	-	59,5	43,5	-27%
Marża EBITDA	7%	8%		8%	10%		9%	8%	
Marża EBIT	3%	-4%		5%	2%		5%	4%	
Marża netto	1%	-6%		3%	0%		2%	2%	
EV/EBITDA							5,2	9,3	
P/E							9,5	12,9	

- Wyniki będą pod wpływem odpisów dotyczących projektów farm wiatrowych (55 mln PLN), które ze względu na ustawę o inwestycjach w elektrownie wiatrowe nie będą mogły zostać zrealizowane.
- Kolejnymi negatywnymi czynnikami będą gwałtowny spadek cen zielonych certyfikatów oraz relatywnie gorsze warunki wietrzne.
- Spółka odwołała także prognozy EBITDA i zysku netto na 2016 r.

## Tauron (Trzymaj, 2,79 PLN)

Kurs akcji: 3,04 PLN

Kapitalizacja: 5327,75 mln PLN

Data publikacji wyników: 17.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	4 430,5	4 308,0	-3%	9 184,3	8 955,0	-2%	19 039,3	19 721,6	4%
EBITDA	894,0	712,0	-20%	1 914,9	1 584,9	-17%	3 333,4	3 330,5	0%
EBIT	458,7	-143,0	-	1 044,3	313,0	-70%	1 577,1	1 559,6	-1%
Zysk netto	217,7	-180,6	-	720,4	142,6	-80%	973,4	906,0	-7%
Marża EBITDA	20%	17%		21%	18%		18%	17%	
Marża EBIT	10%	-3%		11%	3%		8%	8%	
Marża netto	5%	-4%		8%	2%		5%	5%	
EV/EBITDA							4,4	5,0	
P/E							5,5	5,9	

- Spółka nie sygnalizowała do tej pory odpisów z tytułu utraty wartości farm wiatrowych, ale zakładamy że takie odpisy nastąpią podobnie jak w Enerdze i PGE.
- Tauron posiada ok 200 MW farm wiatrowych.
- Ze względu na niskie ceny zielonych certyfikatów odpisy potencjalnie mogłyby dotknąć także bloki biomasowe.
- W segmencie wytwarzana niekorzystnie będą działać wyższe koszty CO2.
- Nie oczekujemy poprawy operacyjnej w segmencie wydobywania.
- Zakładamy negatywny wpływ niższego WACC w segmencie dystrybucji i nieco większą presję na marże w segmencie sprzedaży.

## ZE PAK (Kupuj, 11 PLN)

Kurs akcji: 11,39 PLN

Kapitalizacja: 578,88 mln PLN

Data publikacji wyników: 31.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	752,3	672,0	-11%	1 507,5	1 352,0	-10%	2 701,3	2 852,3	6%
EBITDA	93,1	152,1	63%	223,4	327,4	47%	442,4	518,6	17%
EBIT	-4,2	90,9	-	33,7	205,3	509%	126,7	202,0	59%
Zysk netto	-19,8	47,7	-	15,1	121,7	706%	76,8	115,5	50%
Marża EBITDA	12%	23%		15%	24%		16%	18%	
Marża EBIT	-1%	14%		2%	15%		5%	7%	
Marża netto	-3%	7%		1%	9%		3%	4%	
EV/EBITDA							3,0	2,4	
P/E							7,5	5,0	

- Oczekujemy wolumenów produkcji na poziomie zbliżonym do 1Q2016 - ok. 2,5TWh.
- Nie zakładamy także istotnych zmian cen energii.
- Oczekujemy przychodów z KDT oraz poziomu kosztów (włączając koszt CO2) na poziomie poprzedniego kwartału.
- Negatywnie na wyniki mogą działać potencjalne odpisy wartości zielonych certyfikatów.



# HANDEL HURTOWY I DETALICZNY

---

## AB (Trzymaj, 30 PLN)

Kurs akcji: 29,3 PLN

Kapitalizacja: 474,29 mln PLN

Data publikacji wyników: 19.9.2016

mln PLN	IV kw. 14/15	IV kw. 15/16P	r/r	I-IV kw. 14/15	I-IV kw. 15/16P	r/r	2016/17P	2017/18P	r/r
Przychody	1 528,1	1 610,1	5%	6 793,2	7 176,4	6%	7 352,5	7 535,8	2%
EBITDA	24,6	22,9	-7%	108,4	109,5	1%	106,9	109,3	2%
EBIT	22,4	19,1	-15%	100,2	95,9	-4%	92,1	94,2	2%
Zysk netto	14,2	12,3	-14%	68,4	62,8	-8%	57,9	60,8	5%
Marża EBITDA	2%	1%		2%	2%		1%	1%	
Marża EBIT	1%	1%		1%	1%		1%	1%	
Marża netto	1%	1%		1%	1%		1%	1%	
EV/EBITDA							7,3	6,8	
P/E							8,2	7,8	

- Po relatywnie dobrym 1Q16, w 2Q'16 spodziewamy się płaskich przychodów w Polsce, odblokowania odbiorów w dużych sieciach handlowych (co powinno wpłynąć negatywnie na generowaną marżę), stabilnie SMB, dobrze w sieciach franczyzowych, mniejszy eksport.
- W Czechach biznes rośnie jeszcze w tempie dwucyfrowym (pomimo wysokiej bazy w 2015 r.), głównie w SMB i sieciach franczyzowych, plus niezła dynamika na produktach Apple.
- Ze względu na opóźnienie w oddaniu nowego magazynu i związane z tym wyższe koszty logistyczne (obsługa z dwóch lokalizacji) oraz rozwój nowych projektów i usług oczekujemy lekko wyższych kosztów SG&A w kwartale.
- Spodziewamy się kosmetycznej poprawy cyklu konwersji gotówki, w szczególności na należnościach i zobowiązaniach, pozytywnego CFO w kwartale, w konsekwencji spadku długu netto poniżej 3xEBITDA i niższych kosztów finansowych (mniejszy factoring).
- Ze względu na dużą niepewność na rynku zdecydowaliśmy się skorygować nasze prognozy na rok fiskalny 2016/17, jednak nie uwzględniając one potencjalnego ryzyka związanego z VATem.

## ABC Data (Niepokrywana)

Kurs akcji: 2,78 PLN

Kapitalizacja: 348,24 mln PLN

Data publikacji wyników: 25.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	998,5	1 186,0	19%	2 345,0	2 222,4	-5%	4 827,4	5 140,4	6%
EBITDA	20,6	8,6	-58%	39,0	20,7	-47%	48,8	53,4	9%
EBIT	20,0	7,9	-61%	37,7	19,3	-49%	45,9	50,5	10%
Zysk netto	13,9	4,5	-68%	26,8	11,8	-56%	29,9	34,8	17%
Marża EBITDA	2%	1%		2%	1%		1%	1%	
Marża EBIT	2%	1%		2%	1%		1%	1%	
Marża netto	1%	0%		1%	1%		1%	1%	
EV/EBITDA							9,9	9,3	
P/E							11,6	10,0	

- Zaraportowane szacunkowe skonsolidowane przychody za 2Q16 na poziomie 1,186 mld PLN (+19% r/r) są naszym zdaniem jednorazowym wynikiem, związanym ze słabością konkurencji aniżeli długotrwałym pozytywnym trendem.
- W 2Q16 spodziewamy się istotnie niższej marży i większych kosztów SG&A r/r, co będzie widoczne na wyniku netto. Neutralne przepływy operacyjne, dług netto na poziomie 1,5x EBITDA, wyższe wykorzystanie faktoringu.
- Ze względu na wysoki poziom zapasów na polskim rynku, brak przetargów oraz wciąż utrzymującą się presję na marże obniżamy nasze prognozy wyników na 2016 i 2017. Lekkiej poprawy oczekujemy w spółkach zależnych.
- Realizacja przyjętej do 2018 r. strategii (1,8 mld EUR przychodów i blisko 90 mln zysku netto) wymaga przejęcia i skonsumowania biznesu na poziomie grupy ABC Data – spodziewamy się zakupów w regionie, EBITDA 10-15 mln EUR.
- Z zysku za 2015 ABC Data wypłaci 0,39 PLN dywidendy na akcję (stopa dywidendy 10,5%), do wypłaty 49 mln PLN na początku 3Q. Przejęcie może oznaczać niższą dywidendę z zysku za 2016 r.

## Action (Sprzedaj, 14,1 PLN)

Kurs akcji: 9 PLN

Kapitalizacja: 152,61 mln PLN

Data publikacji wyników: 29.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	1 157,2	750,0	-35%	2 559,9	1 839,5	-28%	5 200,3	5 400,3	4%
EBITDA	9,8	-41,6	-	28,6	-35,7	-	45,5	53,0	16%
EBIT	6,4	-45,2	-	22,7	-43,0	-	31,9	39,4	24%
Zysk netto	4,4	-37,4	-	16,3	-37,1	-	21,0	26,3	25%
Marża EBITDA	1%	-6%		1%	-2%		1%	1%	
Marża EBIT	1%	-6%		1%	-2%		1%	1%	
Marża netto	0%	-5%		1%	-2%		0%	0%	
EV/EBITDA							7,6	6,5	
P/E							7,3	5,8	

- Po słabym początku roku, zaraportowane szacunkowe skonsolidowane przychody za 2Q16 na poziomie 750 mld PLN (-35% r/r) potwierdzają wszystkie nasze negatywne obawy. W „starym” Action (bez AE) przychody w 2Q spadły o 400 mln PLN, co naszym zdaniem będzie widoczne również w 2H16. Dodatkowo duża ilość towaru na rynku, brak przetargów oraz wciąż słaba kondycja marek własnych (zakupy w USD) obciążają wyniki br.
- W związku z toczącymi się postępowaniami podatkowymi (US w Olszynie i Warszawie zakwestionował transakcje z końca 2011 r. i początku 2013 r., uznał, że spółka zawyżyła naliczony do odliczenia podatek VAT w kwocie 22,5 mln PLN oraz 36 mln PLN i domaga się zwrotu tej kwoty wraz z odsetkami 10,5 mln PLN oraz 11 mln PLN) Action w 2Q zawiąże rezerwy na łączną kwotę 40 mln PLN (połowa wymaganej kwoty), co obciąży wyniki kwartału.
- Ponadto zwracamy uwagę na bardzo wysoki poziom zapasów do przychodów 11,5% po 1Q16, wzrost wskaźnika długu netto/EBITDA do 6,2x oraz niepewność czy wszystkie problemy strukturalne w grupie zostały już naprawione.
- Z zysku za 2015 Action wypłaci 1 PLN dywidendy na akcję, do wypłaty 17 mln PLN na początku 4Q.
- Spodziewamy się, że Action w 2016 r. wypracuje około 4 mld PLN przychodów (-25% r/r), a ze względu na oczekiwane fatalne wyniki oraz istniejące ryzyka podatkowe spółka zakończy rok na dużej stracie.

## AmRest (Kupuj, 276,8 PLN)

Kurs akcji: 243,3 PLN

Kapitalizacja: 5161,34 mln PLN

Data publikacji wyników: 12.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	809,3	986,2	22%	1 559,7	1 844,4	18%	4 216,9	4 956,1	18%
EBITDA	102,3	123,3	21%	198,0	239,3	21%	523,6	599,6	15%
EBIT	45,3	61,3	35%	88,9	116,4	31%	276,4	322,1	17%
Zysk netto	26,6	42,9	61%	53,1	81,4	53%	182,7	221,3	21%
Marża EBITDA	13%	13%		13%	13%		12%	12%	
Marża EBIT	6%	6%		6%	6%		7%	6%	
Marża netto	3%	4%		3%	4%		4%	4%	
EV/EBITDA							11,8	10,0	
P/E							28,3	23,3	

- Szacujemy wzrost sprzedaży w 2 kwartale 2016 na 15% r/r w ujęciu organicznym i 21,9% w ujęciu nominalnym (po uwzględnieniu konsolidacji Starbucks Deutschland). Zakładamy, że najsilniej sprzedaż rosła w Czechach, Europie Zachodniej oraz na Węgrzech i na Bałkanach (odpowiednio o 14,8% r/r, 21% r/r i 83,9% r/r), w tym ostatnim przypadku ze względu na dołączenie restauracji Starbucks w Bułgarii i Rumunii. W Rosji spodziewamy się 2,5% r/r dynamiki sprzedaży.
- Oczekujemy stabilnej marży EBITDA z podstawowej działalności r/r, a EBITDA szacujemy na 123 mln PLN. Zysk netto powinien osiągnąć 42 mln PLN.

mln USD	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	245,4	240,4	-2%	527,2	489,4	-7%	1 168,9	1 288,9	10%
EBITDA	-3,2	2,5	-	-11,2	6,3	-	17,8	20,2	14%
EBIT	-3,7	2,1	-	-12,3	5,5	-	15,6	18,0	16%
Zysk netto	-6,9	-0,2	-	-19,3	0,2	-	4,5	5,4	20%
Marża EBITDA	-1%	1%		-2%	1%		2%	2%	
Marża EBIT	-2%	1%		-2%	1%		1%	1%	
Marża netto	-3%	0%		-4%	0%		0%	0%	
EV/EBITDA							7,1	6,5	
P/E							7,8	6,5	

- Po dziewięciu kwartałach spadku przychodów na wszystkich kluczowych rynkach, w 2Q16 spodziewamy się płaskiej sprzedaży r/r oraz wyniku netto na poziomie 0.
- Cykl konwersji gotówki w 2016 powinien ulegać poprawie (istotnie mniejsze magazyny Prestigio), sezonowo w 2 kwartale spółka generuje pozytywne przepływy operacyjne, co przełoży się na niższy dług.
- Wyniki 2015 r. obciążają odpisy: 7,5 mln USD z tytułu gwarancji na Prestigio, 1,5 mln USD na klienta w Rosji i około 10 mln USD straty z tytułu wyprzedaży marek własnych. W samym 2Q15 Asbis miał około 3-4 mln USD one-off (wyprzedaż Prestigio, pokrycie kosztów gwarancji).
- W 2015 r. Asbis obniżył udział Prestigio w mixie produktowym do 10%, co obniża ryzyko dalszych odpisów na zapasy. Jednak nie spodziewamy się jeszcze istotnej poprawy na kluczowych dla spółki rynkach (Europa Środkowo-Wschodnia, Rosja, Ukraina), które historycznie przynosiły największe zyski.
- W marcu ASBIS opublikował prognozę na 2016 r., która zakłada przychody na poziomie 1,15-1,25 mld USD i 4-5 mln USD zysku netto – prognozę oceniamy coraz bardziej realistycznie (restrukturyzacja kosztowa, niższe zadłużenie, mniejsze magazyny Prestigio).

## CCC (Trzymaj, 173 PLN)

Kurs akcji: 184,5 PLN

Kapitalizacja: 7084,8 mln PLN

Data publikacji wyników: 25.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	608,0	859,0	41%	1 039,9	1 393,6	34%	3 064,4	3 803,0	24%
EBITDA	112,3	155,0	38%	136,4	163,6	20%	334,8	448,3	34%
EBIT	95,5	138,0	45%	105,9	133,2	26%	267,5	373,5	40%
Zysk netto	105,1	127,9	22%	111,5	110,1	-1%	231,6	342,6	48%
Marża EBITDA	18%	18%		13%	12%		11%	12%	
Marża EBIT	16%	16%		10%	10%		9%	10%	
Marża netto	17%	15%		11%	8%		8%	9%	
EV/EBITDA							22,9	17,2	
P/E							30,6	20,7	

- Na podstawie raportowanych przychodów miesięcznych, spodziewamy się, że sprzedaż CCC w 2 kwartale 2016 wzrośnie o 41,3% r/r i wyniesie 859 mln PLN. W tym sprzedaż eobuwie szacujemy na 55,5 mln PLN. Wzrost powierzchni sklepowych wyniósł 23,3% r/r na koniec kwartału.
- Sądzymy, że ze względu na silny kurs dolara do złotego marża brutto może dalej się osłabiać i zakładamy jej spadek o 1,0pp r/r.
- Na koszt sprzedaży i zarządu na m2 negatywnie będzie wpływać 7% umocnienie się pary EUR/PLN, jednak lekko pozytywny wpływ mieć może konsolidacja eobuwie, gdzie biznes charakteryzuje się niższymi kosztami. Ostatecznie spodziewamy się 10% wzrostu r/r kosztów na m2.
- W rezultacie prognozujemy 138 mln PLN zysku operacyjnego i 128 mln PLN zysku netto (oczyszczonego o możliwe księgowanie dodatkowego podatku dochodowego).

## Emperia (Kupuj, 65,7 PLN)

Kurs akcji: 57,6 PLN

Kapitalizacja: 762,33 mln PLN

Data publikacji wyników: 29.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	496,1	606,0	22%	982,4	1 211,5	23%	2 527,3	3 050,5	21%
EBITDA	24,3	24,3	0%	55,2	45,5	-18%	112,4	126,5	13%
EBIT	13,4	12,4	-7%	33,3	21,7	-35%	66,0	78,3	19%
Zysk netto	10,1	10,1	0%	28,9	17,7	-39%	-203,0	67,4	-
Marża EBITDA	5%	4%		6%	4%		4%	4%	
Marża EBIT	3%	2%		3%	2%		3%	3%	
Marża netto	2%	2%		3%	1%		-8%	2%	
EV/EBITDA							7,7	6,2	
P/E							-	11,3	

- Wzrost liczby sklepów do 348 na koniec 2 kwartału 2016 roku (+32% r/r), spowoduje wzrost przychodów do 606 mln PLN w 2Q16 (+22% r/r). Sprzedaż LFL utrzymywała się na wysokim jednocyfrowym poziomie (około 6,6%).
- Spółka kontynuuje obniżkę cen w sklepach, wdraża program lojalnościowy oraz otwiera nowe sklepy w tym i w formie franczyzowym, co rozładnia marże brutto na sprzedaży. Spodziewamy się, że ubytek marży r/r będzie podobny jak w 1 kwartale 2016 i wyniesie 2,2pp. EBITDA szacujemy na około 24,3 mln PLN.
- Oczekujemy minimalnie pozytywnego wpływu wyniku finansowego na wyniki spółki w 2 kwartale. W efekcie Emperia powinna pokazać około 10 mln PLN zysku netto w omawianym okresie.



## Eurocash (Kupuj, 55,6 PLN)

Kurs akcji: 53 PLN

Kapitalizacja: 7362,17 mln PLN

Data publikacji wyników: 19.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	5 181,7	5 296,8	2%	9 787,5	10 060,9	3%	21 214,2	22 508,5	6%
EBITDA	114,0	126,3	11%	155,8	173,6	11%	527,2	559,4	6%
EBIT	75,3	84,3	12%	82,1	90,9	11%	366,6	377,5	3%
Zysk netto	51,6	61,0	18%	48,5	63,0	30%	271,3	293,0	8%
Marża EBITDA	2%	2%		2%	2%		2%	2%	
Marża EBIT	1%	2%		1%	1%		2%	2%	
Marża netto	1%	1%		0%	1%		1%	1%	
EV/EBITDA							14,5	13,3	
P/E							27,1	25,1	

- Spodziewamy się wzrostu sprzedaży o 2,2% r/r w 2 kwartale 2016, głównie za sprawą wzrostu organicznego. W segmencie Cash&Carry oczekujemy spadku sprzedaży o 1% r/r (wzrost liczby hurtowni o 10% r/r ale negatywne LFL). Dla Delikatesów Centrum spodziewamy się średniej jednocyfrowej dynamiki przychodów r/r, a dla EC Serwis i EC Distribution podobnej sprzedaży jak rok temu.
- Oczekujemy niewielkiego przyrostu marży brutto na sprzedaży (o 0,1pp r/r) na co wpływ będzie miał lepsza struktura sprzedaży (mniej papierosów). Przy stabilnym udziale kosztów operacyjnych w przychodach, oczekujemy, że marża EBIT wzrośnie o 0,1pp r/r.
- Po odliczeniu kosztów finansowych szacujemy, że zysk netto osiągnie wartość ok. 61 mln PLN, w porównaniu do 52 mln PLN rok temu.

## Inter Cars (Niepokrywana)

Kurs akcji: 293,2 PLN

Kapitalizacja: 4154,08 mln PLN

Data publikacji wyników: 30.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	1 197,5	1 537,0	28%	2 180,0	2 840,5	30%	6 069,5	7 192,0	18%
EBITDA	83,2	90,1	8%	140,0	170,3	22%	321,9	379,2	18%
EBIT	70,2	77,6	11%	114,7	145,3	27%	272,0	321,0	18%
Zysk netto	53,7	59,2	10%	83,8	109,7	31%	204,4	237,1	16%
Marża EBITDA	7%	6%		6%	6%		5%	5%	
Marża EBIT	6%	5%		5%	5%		4%	4%	
Marża netto	4%	4%		4%	4%		3%	3%	
EV/EBITDA							16,1	14,1	
P/E							20,3	17,5	

- Zaraportowane szacunkowe skonsolidowane przychody za 2Q16 na poziomie 1,537 mld PLN (+28% r/r) są kontynuacją trendów z zeszłych kwartałów, wzrost sprzedaży IC do polskich klientów +26% r/r, eksport z IC SA +12% r/r, sprzedaż spółek zagranicznych +43% r/r.
- W 2Q16 spodziewamy się utrzymania marży brutto na sprzedaży na poziomie 1Q16 (30%), oraz stabilizacji kosztów SG&A (do przychodów na poziomie 14%) i kosztów usługi dystrybucyjnej na poziomie 10,5% oraz niższej efektywnej stopy podatkowej ze względu na amortyzację znaków towarowych.
- Spodziewamy się pozytywnych przepływów operacyjnych w kwartale, poprawy cyklu konwersji gotówki (niższego poziomu zapasów), w konsekwencji długu netto na poziomie poniżej 700 mln PLN (2,6x EBITDA).
- W całym 2016 spodziewamy kontynuacji trendów z zeszłych kwartałów, zysk netto +35% r/r, wzrosty na wszystkich liniach biznesowych, ponadprzeciętne wzrosty sprzedaży w spółkach zagranicznych.
- W styczniu 2017 r. spółka oddaje nowe centrum logistyczne w Zakroczymiu, całkowity koszt inwestycji 180 mln PLN +50-100 mln PLN zatowarowanie, do wydania jeszcze 70 mln PLN w 2016 r. w tym około 20 mln PLN w 2Q16.

## Jerónimo Martins (Kupuj, 16,2 EUR)

Kurs akcji: 14,07 EUR

Kapitalizacja: 38562,38 mln PLN

Data publikacji wyników: 27.7.2016

mln EUR	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	3 457,0	3 481,4	1%	6 644,0	6 857,4	3%	14 286,4	15 346,9	7%
EBITDA	198,0	203,7	3%	363,0	387,7	7%	853,3	916,2	7%
EBIT	124,0	129,7	5%	216,0	240,7	11%	518,5	554,6	7%
Zysk netto	85,0	92,3	9%	149,0	170,3	14%	366,2	400,1	9%
Marża EBITDA	6%	6%		5%	6%		6%	6%	
Marża EBIT	4%	4%		3%	4%		4%	4%	
Marża netto	2%	3%		2%	2%		3%	3%	
EV/EBITDA							10,5	9,6	
P/E							24,2	22,1	

- W 2 kwartale 2016 rynek w Polsce pozostawał wysoce konkurencyjny i zorientowany na promocje i pod tym względem nie zmienił się w stosunku do poprzednich kwartałów. W porównaniu do 1Q16, gdzie Biedronka zanotowała 7,6% wzrost sprzedaży LFL, na LFL w 2Q16 wpływ będą miały: tańszy koszyk produktów w Biedronce -1pp i brak świąt - 1,5%pp. Otwarcia sklepów w 2 kwartale powinny dodać 1pp do dynamiki. Sprzedaż Biedronek powinna wzrosnąć o 7% r/r w PLN, a biorąc pod uwagę 7% spadek PLN/EUR w 2Q16, dynamika r/r liczoną w EUR powinna znaleźć się w okolicach zera. Oczekujemy poprawy marży EBITDA w Biedronce o 0,2pp r/r ze względu na poprawiającą się skuteczność akcji promocyjnych.
- W Portugalii spodziewamy się 1% wzrostu sprzedaży Pingo Doce (za sprawą 3% r/r wzrostu powierzchni, ale negatywnego wpływu deflacji i braku świąt), oraz 1,1% r/r wzrostu sprzedaży Recheio, przy płaskich marżach EBITDA w obu segmentach.
- Oczekujemy EBITDA w wysokości 204 mln EUR (+2,9% r/r), w tym w Polsce w Biedronkach 172 mln EUR (+2% r/r) dzięki nieco wyższym marżom, w Portugalii 48 mln EUR (+0,4% r/r). Łączna strata sieci Ara i Hebe powinna wynieść 15 mln EUR.
- Na poziomie zysku netto spodziewamy się 92 mln EUR (+6% r/r).

## LPP (Sprzedaj, 4319 PLN)

Kurs akcji: 5148 PLN

Kapitalizacja: 9426,62 mln PLN

Data publikacji wyników: 30.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	1 291,0	1 500,0	16%	2 294,0	2 675,0	17%	5 910,7	6 643,7	12%
EBITDA	192,5	197,8	3%	266,6	196,8	-26%	624,3	726,7	16%
EBIT	136,8	135,8	-1%	160,5	71,9	-55%	369,3	437,0	18%
Zysk netto	136,6	104,3	-24%	99,3	38,7	-61%	296,4	353,5	19%
Marża EBITDA	15%	13%		12%	7%		11%	11%	
Marża EBIT	11%	9%		7%	3%		6%	7%	
Marża netto	11%	7%		4%	1%		5%	5%	
EV/EBITDA							15,6	13,1	
P/E							31,8	26,7	

- Wielkość przychodów na podstawie raportów miesięcznych szacujemy w 2 kwartale 2016 na 1500 mln PLN, co oznacza 16% wzrost r/r. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 50,1%, o 2,0pp niżej niż rok temu (52,1%), ze względu na większy zakres wyprzedaży, niższe ceny u konkurencji i silniejszego dolara. Zysk brutto na sprzedaży szacujemy na 751,7 mln PLN (+11,6% r/r).
- Szacujemy, że ze względu na aprecjację kursu EUR/PLN spółka poniosła około 3% wyższe koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w przeliczeniu na m2 r/r. W efekcie szacujemy zysk operacyjny na poziomie 136 mln PLN.
- Nie spodziewamy się istotnych kosztów f/x, a odsetki bankowe szacujemy na 8 mln PLN. W związku z tym zysk netto szacujemy na 104 mln PLN, wobec 137 mln zysku rok wcześniej.

## Neuca (Kupuj, 386 PLN)

Kurs akcji: 349,5 PLN

Kapitalizacja: 1591,62 mln PLN

Data publikacji wyników: 29.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	1 698,1	1 682,5	-1%	3 583,0	3 541,7	-1%	7 020,2	7 745,9	10%
EBITDA	33,2	34,5	4%	79,1	86,8	10%	164,8	177,9	8%
EBIT	25,8	27,1	5%	64,7	72,1	11%	135,3	141,2	4%
Zysk netto	21,6	21,4	-1%	53,6	57,0	6%	109,2	113,1	4%
Marża EBITDA	2%	2%		2%	2%		2%	2%	
Marża EBIT	2%	2%		2%	2%		2%	2%	
Marża netto	1%	1%		1%	2%		2%	1%	
EV/EBITDA							10,7	9,9	
P/E							14,6	14,1	

- W 2Q16 spodziewamy się płaskich przychodów w grupie, dalszej optymalizacji sprzedaży do sieci, kontynuacji wzrostu marek własnych oraz istotnie wyższych przychodów w segmencie przychodni, po serii akwizycji w 2015 r.
- W konsekwencji procentowego wzrostu marży brutto na sprzedaży r/r (wyższego udziału marek własnych), ze względu na niski sezon zachorowań niższego udziału leków refundowanych w mixie produktowym. Zmienia się również struktura kosztów SG&A, dochodzą koszty nowych projektów oraz budowania trzeciej nogi w telemedycynie i badaniach klinicznych i e-commerce.
- W 2Q Neuca wypłaciła 23 mln PLN dywidendy (5 PLN na akcję), zakończyła skup akcji własnych (8 mln PLN) oraz wydała kilkanaście milionów na przejęcia przychodni, co skutkować będzie wzrostem zadłużenia netto do 1xEBITDA.
- Spodziewamy się neutralnych przepływów operacyjnych w kwartale oraz utrzymania cyklu rotacji gotówki na poziomie 5-6 dni.
- Prognoza spółki na 2016 r. jest naszym zdaniem niezagrażona (zysk netto 110 mln PLN), jednak duża część poprawy zysku będzie musiała być wypracowana w 2H16, co nie będzie łatwe, przy bieżącej sytuacji na rynku.

## Pelion (Sprzedaj, 48 PLN)

Kurs akcji: 46,02 PLN

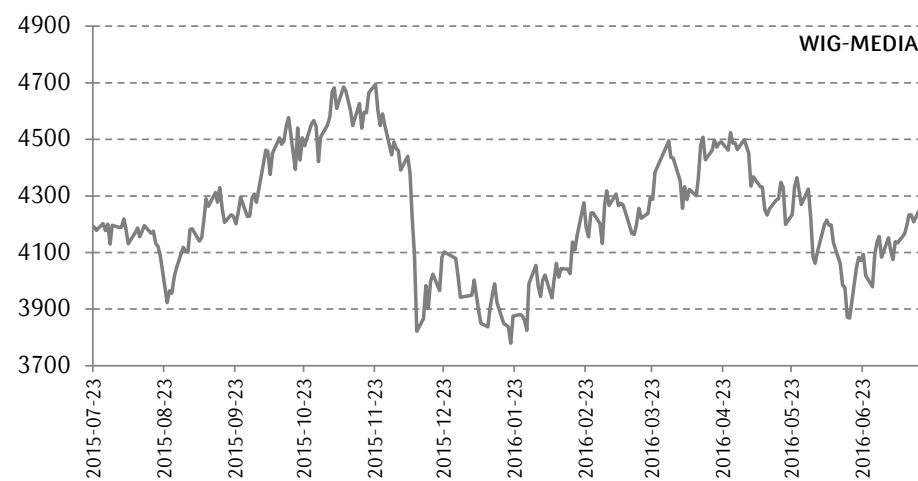
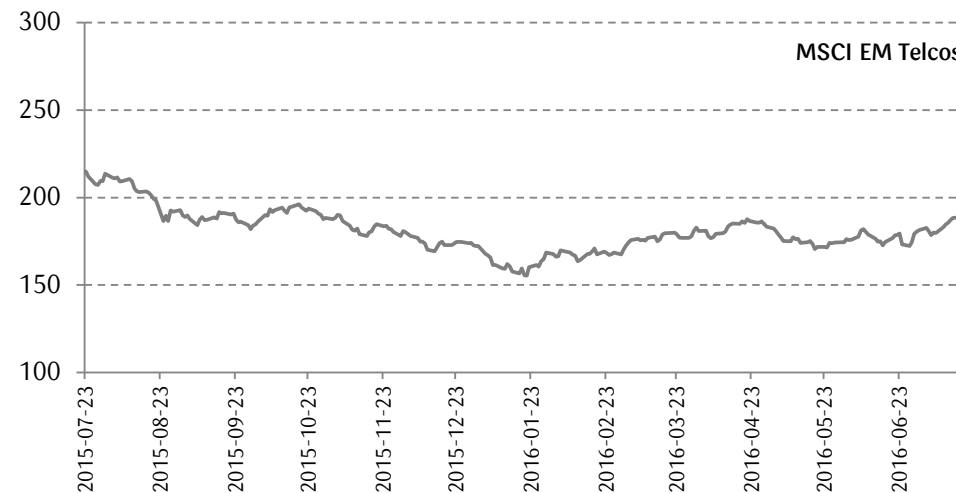
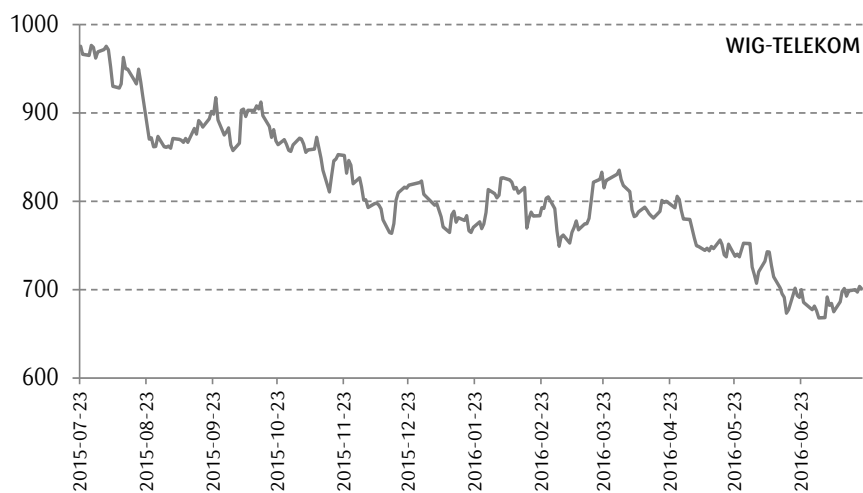
Kapitalizacja: 512,92 mln PLN

Data publikacji wyników: 21.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	2 050,3	2 180,7	6%	4 224,3	4 545,0	8%	8 957,0	9 259,4	3%
EBITDA	28,8	29,8	3%	73,2	75,0	2%	137,0	148,8	9%
EBIT	16,5	16,9	2%	48,7	48,7	0%	85,0	90,9	7%
Zysk netto	4,9	7,2	47%	18,9	23,7	26%	39,4	46,7	19%
Marża EBITDA	1%	1%		2%	2%		2%	2%	
Marża EBIT	1%	1%		1%	1%		1%	1%	
Marża netto	0%	0%		0%	1%		0%	1%	
EV/EBITDA							6,6	6,1	
P/E							13,0	11,0	

- W 2Q16 po bardzo dobrym czerwcu (+7,3% r/r) rynek apteczny (detaliczny) wzrósł o 4,6% r/r, podczas gdy rynek hurtowy do aptek wzrósł o 3,9% r/r a rynek hurtowy do szpitali o 3,1% r/r.
- W 2Q16 spodziewamy się wzrostu przychodów w grupie na poziomie 6%, niższego wzrostu w hurcie, ze względu na przesunięcie części zaopatrzenia aptek własnych do DOZ Direct, w konsekwencji wyższej dynamiki w segmencie detalicznym.
- Kontynuowana agresywna polityka sprzedażowa w detalu (apteki, drogerie) powinna być widoczna na niższej w kwartale marży brutto, a rozwijane w drugiej połowie 2015 r. projekty powinny dodatkowo obciążyć koszty SG&A. W 2Q15 r. efektywna stopa podatkowa wyniosła 53% r/r, czego nie spodziewamy się w tym roku.
- Spodziewamy się poprawy EBIT w segmencie detalicznym, jednak kosztem utraty marży w hurcie, co naszym zdaniem będzie skutkować pogorszeniem wyników w grupie.
- Wyższa dynamika sprzedaży w detalu powinna przekładać się na poprawę cyklu konwersji należności, jednak sezonowo 2Q generuje ujemne przepływy z działalności operacyjnej, czego oczekujemy i tym razem, w konsekwencji wzrost raportowanego długu do poziomu około 500 mln PLN. Capex na magazyn dla Urtica będzie jeszcze widoczny w przepływach inwestycyjnych 2Q.

# TELEKOMUNIKACJA I MEDIA



## Cyfrowy Polsat (Kupuj, 26,1 PLN)

Kurs akcji: 23,34 PLN

Kapitalizacja: 14927 mln PLN

Data publikacji wyników: 25.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	2 469,2	2 422,4	-2%	4 798,2	4 786,4	0%	9 683,5	9 742,1	1%
EBITDA	977,0	913,9	-6%	1 873,6	1 760,4	-6%	3 536,0	3 537,7	0%
EBIT	583,5	493,9	-15%	1 012,2	916,7	-9%	1 683,0	1 733,6	3%
Zysk netto	304,5	271,5	-11%	475,3	450,0	-5%	1 008,9	1 118,6	11%
Marża EBITDA	40%	38%		39%	37%		37%	36%	
Marża EBIT	24%	20%		21%	19%		17%	18%	
Marża netto	12%	11%		10%	9%		10%	11%	
EV/EBITDA							7,5	7,0	
P/E							14,8	13,3	

- Spodziewamy się, że przychody spółki spadną o 1,9% r/r w 2 kwartale 2016 (4% spadek r/r przychodów od klientów indywidualnych i biznesowych i 15% wzrost r/r sprzedaży z nadawania i produkcji telewizyjnej).
- Skonsolidowaną marżę EBITDA szacujemy na 37,7%, (rok temu 39,6%), na co będzie się składać marża EBITDA w segmencie klientów indywidualnych i biznesowych na poziomie 36,5% i marża EBITDA segmentu nadawania i produkcji TV w wysokości 44%.
- Koszty finansowe szacujemy na 140 mln PLN. Według naszych przewidywań spółka powinna pokazać około 320 mln PLN zysku brutto i 272 mln PLN zysku netto za 2Q16.



# Hrvatski Telekom (Niepokrywana)

Kurs akcji: 143 HRK

Kapitalizacja: 6519,16 mln PLN

Data publikacji wyników: 28.7.2016

mln HRK	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	1 686,0	1 664,0	-1%	3 304,0	3 377,0	2%	6 900,0	6 829,0	-1%
EBITDA	677,0	668,0	-1%	1 226,0	1 237,0	1%	2 683,0	2 632,0	-2%
EBIT	326,0	308,0	-6%	517,0	528,0	2%	1 152,0	1 152,0	0%
Zysk netto	255,0	251,0	-2%	406,0	387,0	-5%	934,0	948,0	1%
Marża EBITDA	40%	40%		37%	37%		39%	39%	
Marża EBIT	19%	19%		16%	16%		17%	17%	
Marża netto	15%	15%		12%	11%		14%	14%	
EV/EBITDA							3,1	3,0	
P/E							12,5	12,4	

- Oczekujemy spadku przychodów o 1,3% w związku z presją na przychody w segmencie telefonii stacjonarnej (duża presja zarówno na ARPA, jak i liczbę klientów w telefonii głosowej, a także presja konkurencyjna w Internecie szerokopasmowym). Spodziewamy się z kolei wzrostu przychodów w segmencie telefonii mobilnej, głównie w związku ze spodziewanymi wyższymi przychodami ze sprzedaży sprzętu i stabilizacją przychodów z usług.
- Negatywny wpływ na wyniki spółki będzie miało cięcie stawek roamingu z 30 kwietnia 2016 r. Wpływ ten na wyniki za II kw. będzie jednak ograniczony, a dodatkowo w części skompensowany wzrostem ruchu. Spodziewamy się, że bardziej widoczny negatywny wpływ regulacji roamingu będzie znacznie bardziej widoczny w 2017 r. i 2018 r. w związku z cięciem stawek hurtowych od czerwca 2017 r.
- Spodziewamy się stabilnej marży EBITDA, pomimo oczekiwanego spadku przychodów, głównie dzięki redukcji kosztów pracowniczych.

## Magyar Telekom (Kupuj, 508 HUF)

Kurs akcji: 446 HUF

Kapitalizacja: 6455,5 mln PLN

Data publikacji wyników: 4.8.2016

mln HUF	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	158 495,0	145 016,0	-9%	315 452,0	290 067,0	-8%	595 725,8	598 724,8	1%
EBITDA	52 177,0	52 329,0	0%	94 642,0	100 577,0	6%	196 244,3	192 354,2	-2%
EBIT	25 474,0	25 423,0	0%	40 271,0	46 975,0	17%	82 482,7	80 954,4	-2%
Zysk netto	12 520,0	12 432,0	-1%	15 025,0	23 147,0	54%	39 643,5	39 335,4	-1%
Marża EBITDA	33%	36%		30%	35%		33%	32%	
Marża EBIT	16%	18%		13%	16%		14%	14%	
Marża netto	8%	9%		5%	8%		7%	7%	
EV/EBITDA							4,6	4,5	
P/E							11,7	11,8	

- Spodziewamy się w II kw. spadku przychodów o 9% r/r w związku z dekonsolidacją segmentu energetyki dla klientów biznesowych, sprzedażą Origo oraz spadku r/r przychodów z usług IT (przesunięcie projektów).
- W segmencie telefonii stacjonarnej spodziewamy się spadku przychodów z głosowej telefonii stacjonarnej, który będzie skompensowany wzrostem przychodów z Internetu stacjonarnego i TV. Na przychody z telefonii stacjonarnej będzie miała wpływ sprzedaż Origo (ok. 5 mld HUF przychodów rocznie). W segmencie telefonii mobilnej oczekujemy stabilizacji przychodów (r/r nie będzie już widoczny efekt cięcia MTR z kwietnia 2015 r.).
- Spodziewamy się także presji na przychody w Macedonii i Czarnogórze.
- Poprawa marży EBITDA będzie związana z dekonsolidacją nierentownego segmentu energetycznego i Origo, a także z redukcją kosztów pracowniczych.
- Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do spółki.

## Netia (Trzymaj, 5,1 PLN)

Kurs akcji: 4,48 PLN

Kapitalizacja: 1559,43 mln PLN

Data publikacji wyników: 4.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	380,3	382,2	0%	768,9	772,7	0%	1 583,8	1 537,2	-3%
EBITDA	112,5	108,8	-3%	224,0	215,9	-4%	436,4	420,7	-4%
EBIT	10,2	0,8	-92%	16,2	0,9	-94%	13,3	9,3	-30%
Zysk netto	6,5	-0,6	-	7,7	-10,8	-	1,0	-3,0	-
Marża EBITDA	30%	28%		29%	28%		28%	27%	
Marża EBIT	3%	0%		2%	0%		1%	1%	
Marża netto	2%	0%		1%	-1%		0%	0%	
EV/EBITDA							4,0	4,2	
P/E							-	-	

- Wyłączając konsolidację TK Telekom, organicznie Netia powinna zanotować 10% ujemną dynamikę przychodów w 2 kwartale 2016 r/r. Główną przyczyną będzie dalszy, około 13% r/r, spadek liczby linii WLR w segmencie głosowym. Oczekujemy też dalszego spadku ARPU (-6% r/r). Liczba portów szerokopasmowych może się zmniejszyć do 732 tys., ale spodziewamy się wzrostu ARPU w tym segmencie o 9% r/r (to efekt konsolidacji wysokomarżowych klientów TK Telekom). Na bazie skonsolidowanej szacujemy wzrost przychodów o 0,5% r/r.
- Po konsolidacji TK Telekom spodziewamy się 109 mln PLN EBITDA (marża 28,5%) i zysku netto w okolicach zera.

## O2 Czech Republic (Kupuj, 271 CZK)

Kurs akcji: 239,7 CZK

Kapitalizacja: 11983,7 mln

Data publikacji wyników: 28.7.2016

mln CZK	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	9 241,0	9 198,0	0%	18 393,0	18 229,0	-1%	37 152,6	37 001,7	0%
EBITDA	2 448,0	2 475,0	1%	4 825,0	4 978,0	3%	9 655,1	9 467,5	-2%
EBIT	1 664,0	1 590,0	-4%	3 048,0	3 190,0	5%	6 085,1	5 848,5	-4%
Zysk netto	1 255,0	1 236,0	-2%	2 325,0	2 481,0	7%	4 788,4	4 462,5	-7%
Marża EBITDA	26%	27%		26%	27%		26%	26%	
Marża EBIT	18%	17%		17%	17%		16%	16%	
Marża netto	14%	13%		13%	14%		13%	12%	
EV/EBITDA							8,1	8,4	
P/E							15,5	16,7	

- Spodziewamy się lekkiej presji na przychody, głównie w segmencie stacjonarnym w Czechach, spowodowanej wprowadzeniem nowej nielimitowanej taryfy głosowej i związanego z tym kilkunastoprocentowego odpływu klientów. Oczekujemy również wolniejszej dynamiki spadku przychodów z telefonii mobilnej oraz spowolnienia dynamiki wzrostu przychodów na Słowacji.
- Oczekujemy niewielkiego wzrostu marży EBITDA, głównie dzięki redukcji kosztów sprzedaży i kosztów zw. z utrzymaniem sieci i IT.
- Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do spółki.

## Orange Polska (Sprzedaj, 4,8 PLN)

Kurs akcji: 5,19 PLN

Kapitalizacja: 6830,04 mln PLN

Data publikacji wyników: 25.7.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	3 013,0	2 852,0	-5%	5 943,0	5 654,0	-5%	11 248,1	11 041,6	-2%
EBITDA	959,0	813,0	-15%	1 918,0	1 681,0	-12%	3 268,7	3 101,1	-5%
EBIT	232,0	123,0	-47%	478,0	338,0	-29%	405,8	297,1	-27%
Zysk netto	126,0	8,0	-94%	297,0	106,0	-64%	22,5	-147,0	-
Marża EBITDA	32%	29%		32%	30%		29%	28%	
Marża EBIT	8%	4%		8%	6%		4%	3%	
Marża netto	4%	0%		5%	2%		0%	-1%	
EV/EBITDA							4,3	4,5	
P/E							-	-	

- W 2 kwartale 2016 spodziewamy się 5,4% spadku przychodów r/r. W segmencie telefonii komórkowej oczekujemy pozytywnej, 2,7% dynamiki, ze względu na wdrażaną strategię zwiększania udziałów rynkowych i wyższą liczbę klientów (o 4,7% r/r) oraz wyższych przychodów ze sprzedaży sprzętu. Oczekujemy dalszego spadku ARPU w tym segmencie zarówno w ujęciu rocznym jak i kwartalnym (oferty rodzinne, roaming, migracja klientów do tańszych ofert). W telefonii stacjonarnej spodziewamy się dalszego 11,1% spadku przychodów r/r (6,8% ubytek linii i 4,5% spadek ARPU r/r), a w segmencie usług przesyłu danych spadku o 7,2% r/r (dalszy ubytek łącz pod wpływem mobilnego broadbandu przy płaskim ARPU r/r).
- Spodziewamy się także spadku przychodów ze sprzedaży towarów i usług do 110 mln PLN z 194 mln PLN rok temu, ze względu na ukończenie projektów infrastrukturalnych.
- Presja przychodowa powoduje, że spodziewamy się spadku marży EBITDA do 28,5%, (31,8% rok temu). Oczekujemy EBITDA na poziomie 813 mln PLN (959 mln PLN rok temu) i zysku netto na poziomie 8 mln PLN (126 mln PLN rok temu).

## Telekom Austria (Trzymaj, 5,7 EUR)

Kurs akcji: 5,16 EUR

Kapitalizacja: 14933,49 mln PLN

mln EUR	II kw. 2015	II kw. 2016	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	996,1	1 030,7	3%	1 993,5	2 040,1	2%	4 187,7	4 178,9	0%
EBITDA	319,8	329,3	3%	655,1	663,6	1%	1 326,6	1 322,3	0%
EBIT	119,3	114,5	-4%	259,0	231,7	-11%	486,5	477,7	-2%
Zysk netto	72,3	76,0	5%	158,7	150,7	-5%	290,3	248,2	-15%
Marża EBITDA	32%	32%		33%	33%		32%	32%	
Marża EBIT	12%	11%		13%	11%		12%	11%	
Marża netto	7%	7%		8%	7%		7%	6%	
EV/EBITDA							5,5	5,3	
P/E							11,8	13,8	

- Przychody wzrosły o 3,5% r/r, głównie w związku z przejęciami.
- Przychody pro forma spadły o 0,2% r/r, ponieważ wzrost w Austrii (+0,4% r/r), Chorwacji (+8,6% r/r) nie skompensowały w pełni spadku w Białorusi (-11,2% r/r), Słowenii (-2,3% r/r) i Macedonii (-5,8% r/r).
- EBITDA zwiększyła się o 2,9% r/r, nieznacznie więcej niż oczekiwaliśmy, podczas gdy EBITDA pro forma zwiększyła się o 0,7%. Na wzrost EBITDA największy wpływ miały silny wzrost EBITDA w Austrii (+6% r/r), na Chorwacji (+20,9% r/r) i w Słowenii (+9,5% r/r), które bardziej niż skompensowały spadek w Bułgarii (-13,3% r/r), Białorusi (-20,2% r/r) i Serbii (-17,6% r/r).
- Spadek zysku EBIT r/r był związany jedynie ze wzrostem amortyzacji. Zysk netto, z kolei, wzrósł dzięki spadkowi kosztów finansowych y/y.

## Wirtualna Polska (Kupuj, 55,1 PLN)

Kurs akcji: 46,52 PLN

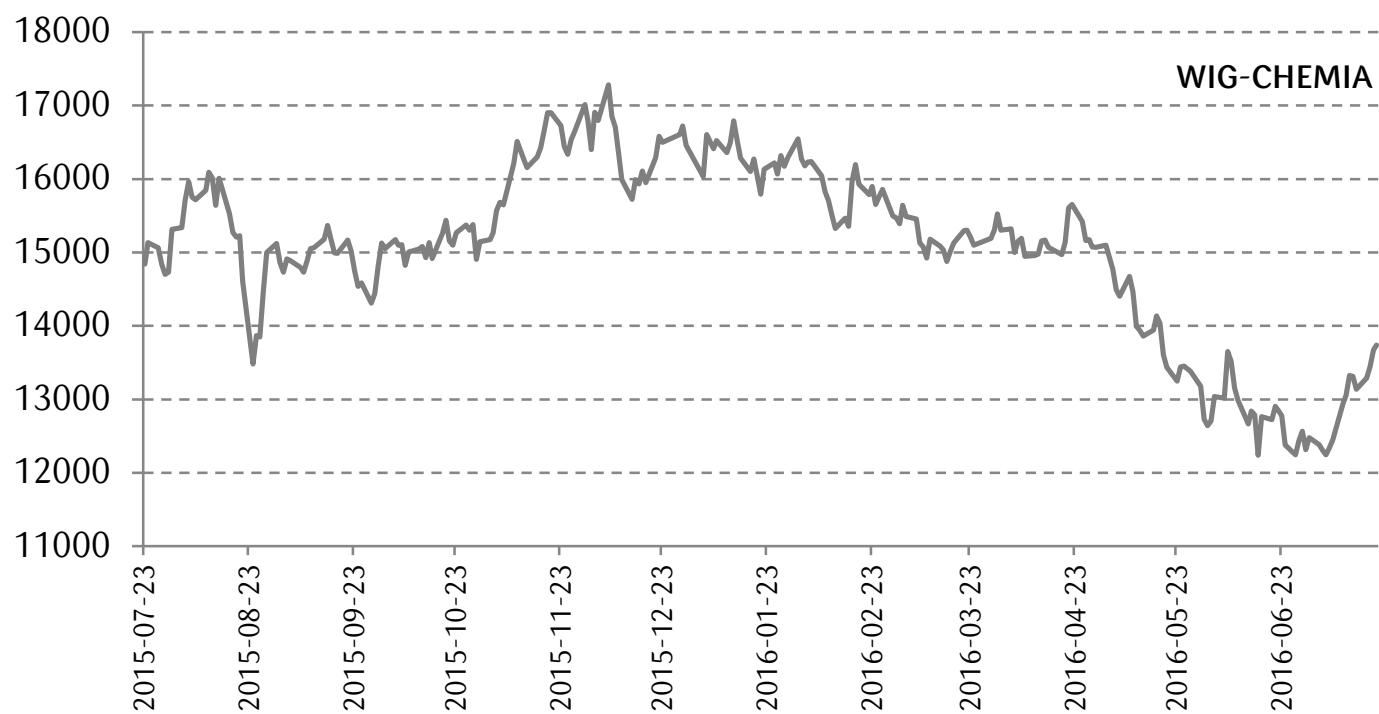
Kapitalizacja: 1314,31 mln PLN

Data publikacji wyników: 31.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	77,8	100,6	29%	145,3	189,1	30%	418,2	462,1	10%
EBITDA	24,0	31,0	29%	41,7	55,4	33%	131,3	149,8	14%
EBIT	16,5	20,0	21%	27,3	34,5	26%	97,9	112,5	15%
Zysk netto	10,3	12,1	17%	9,8	20,3	107%	81,2	98,6	21%
Marża EBITDA	31%	31%		29%	29%		31%	32%	
Marża EBIT	21%	20%		19%	18%		23%	24%	
Marża netto	13%	12%		7%	11%		19%	21%	
EV/EBITDA							11,0	9,1	
P/E							16,2	13,3	

- Spodziewamy się że spółka w dalszym ciągu będzie doświadczała dwucyfrowego wzrostu przychodów organicznych w 2 kwartale 2016, który szacujemy na 12% r/r. Dodatkowo, spodziewamy się konsolidacji około 12,4 mln przychodów z nowo przejętych spółek. Łącznie szacujemy, że przychody wzrosną o 29% r/r w 2Q16.
- Oczekujemy utrzymania raportowanej marży EBITDA na poziomie 30,8%, podobnie jak rok temu. Spółka zaksięguje koszty operacyjne wcześniejszego rozliczenia zakupu spółki Alani w kwocie 2,4 mln PLN i aktualizacji wyceny opcji call na Domodi w kosztach finansowych w kwocie 1,1 mln PLN. Dlatego spodziewamy się EBITDA na poziomie 31 mln PLN, EBIT na poziomie 20 mln PLN i zysku netto w wysokości 12,1 mln PLN.

## SEKTOR CHEMICZNY





## Ciech (Trzymaj, 62,5 PLN)

Kurs akcji: 59 PLN

Kapitalizacja: 3109,29 mln PLN

Data publikacji wyników: 31.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	840,8	849,2	1%	1 658,1	1 675,6	1%	3 439,0	3 383,8	-2%
EBITDA	178,2	214,9	21%	351,2	418,5	19%	815,0	741,0	-9%
EBIT	123,7	161,8	31%	240,8	312,2	30%	601,9	521,5	-13%
Zysk netto	86,3	115,7	34%	138,5	217,8	57%	431,3	364,6	-15%
Marża EBITDA	21%	25%		21%	25%		24%	22%	
Marża EBIT	15%	19%		15%	19%		18%	15%	
Marża netto	10%	14%		8%	13%		13%	11%	
EV/EBITDA							5,6	6,1	
P/E							7,2	8,5	

- W 2Q16 r. wolumeny sprzedaży r/r w całej grupy zanotowały wzrost w związku oddaniem nowych mocy produkcyjnych; wyższe wolumeny w połączeniu z stabilizacją cen sody oraz nadal niskie koszty surowców będą głównymi czynnikami poprawy wyników w segmencie sodowym
- W segmencie organika oczekujemy pogorszenia wyników r/r głównie w związku z gorszą rentownością sprzedaży ŚOR
- W segmencie krzemiany wymiana jednego z pieców spowoduje pogorszenie wyniku segmentu r/r
- Niższe saldo kosztów finansowych w stosunku do 2Q15 przełoży się na poprawę wyniku netto r/r

## Grupa Azoty (Trzymaj, 74,18 PLN)

Kurs akcji: 74,55 PLN

Kapitalizacja: 7395,02 mln PLN

Data publikacji wyników: 24.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	2 280,7	2 098,3	-8%	5 119,7	4 573,9	-11%	9 763,1	10 167,1	4%
EBITDA	293,0	289,7	-1%	777,6	806,4	4%	1 315,1	1 296,4	-1%
EBIT	172,3	162,3	-6%	535,1	551,5	3%	811,5	767,3	-5%
Zysk netto	126,6	111,4	-12%	397,2	383,8	-3%	581,1	539,7	-7%
Marża EBITDA	13%	14%		15%	18%		13%	13%	
Marża EBIT	8%	8%		10%	12%		8%	8%	
Marża netto	6%	5%		8%	8%		6%	5%	
EV/EBITDA							6,5	6,6	
P/E							12,7	13,7	

- W 2Q16 r. spółka zanotowała poprawę wolumenów sprzedaży nawozów r/r, niemniej jednak spadek notowań nawozów w stosunku do 2Q15 r. zniweluje efekt wpływu niższych cen gazu r/r
- Niewielka poprawa spreadów w segmencie tworzyw pozwoli na poprawę wyników r/r
- Segment chemiczny (alkohole OXO, plastyfikatory, melamina) m.in. ze względu na korzystny wpływ poprawy rentowności sprzedaży melaminy zanotuje wzrost wyników r/r

## Synthos (Kupuj, 4,19 PLN)

Kurs akcji: 4 PLN

Kapitalizacja: 5293 mln PLN

Data publikacji wyników: 30.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	1 147,2	1 164,4	2%	2 121,3	2 182,4	3%	4 214,1	4 772,0	13%
EBITDA	238,0	164,9	-31%	339,8	284,9	-16%	611,8	738,8	21%
EBIT	198,4	115,9	-42%	261,9	186,9	-29%	413,2	538,2	30%
Zysk netto	160,1	88,4	-45%	251,7	138,4	-45%	326,4	395,0	21%
Marża EBITDA	21%	14%		16%	13%		15%	15%	
Marża EBIT	17%	10%		12%	9%		10%	11%	
Marża netto	14%	8%		12%	6%		8%	8%	
EV/EBITDA							10,0	8,5	
P/E							16,2	13,4	

- W 2q16 na rynku butadienu zanotowano wzrost notowań oraz rozszerzenie spreadu butadien-nafta, co pomoże poprawić wyniki w segmencie kauczuków kw/kw
- Ponieważ notowania polistyrenów utrzymywały się na wysokich poziomach a spread produkt-surowiec także był na zadowalającym poziomie spółka powinna utrzymać stabilny poziom wyników segmentu
- Wyniki kwartalne r/r będą słabsze ze względu na spadek notowań produktów, niemniej jednak kw/kw uda się je poprawić

## SEKTOR WYDOBYWCZY



## Bogdanka (Trzymaj, 39 PLN)

Kurs akcji: 53,5 PLN

Kapitalizacja: 1819,72 mln PLN

Data publikacji wyników: 26.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	415,3	419,8	1%	843,6	840,4	0%	1 763,7	1 746,9	-1%
EBITDA	146,1	116,2	-20%	290,5	288,5	-1%	551,4	548,1	-1%
EBIT	53,2	20,2	-62%	101,3	99,1	-2%	163,2	152,1	-7%
Zysk netto	42,8	14,6	-66%	75,3	68,7	-9%	116,3	108,2	-7%
Marża EBITDA	35%	28%		34%	34%		31%	31%	
Marża EBIT	13%	5%		12%	12%		9%	9%	
Marża netto	10%	3%		9%	8%		7%	6%	
EV/EBITDA							4,1	4,1	
P/E							15,6	16,8	

- W 2Q Bogdanka pokaże naszym zdaniem słabe wyniki kwartalne ze względu na niskie wydobywanie (<2 mln ton) oraz słabą cenę (12% r/r). Sprzedaży oczekujemy na solidnym poziomie 2,2 mln ton.
- Koszty bieżące będą utrzymane w ryzach, ale ze względu na sprzedaż zapasów (230kt) łączny koszt produkcji wzrośnie. W efekcie EBITDA spadnie do 116 mln PLN (-20% r/r), a zysk netto do 15 mln PLN.
- 2016 r. będzie należał do najślabszych ze względu na niskie ceny. Jednak patrząc na odbicie ceny węgla w ARA (+40% w 3 miesiące) z optymizmem można patrzeć na 2018 rok. 5% wzrost ceny oznacza skok EBITDy do ponad 600 mln PLN i EV/EBITDA około 2,8x.
- Główne ryzyka: utrata wolumenu w 2017 r. (konkurencja ze Śląska), współpraca z Grupą Enea (ceny węgla, koszty KHW) oraz polityka dywidendowa.

## JSW (Trzymaj, 13 PLN)

Kurs akcji: 22,15 PLN

Kapitalizacja: 2600,66 mln PLN

Data publikacji wyników: 25.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	1 691,6	1 499,2	-11%	3 501,7	2 901,4	-17%	6 508,4	6 748,0	4%
EBITDA	-94,2	189,7	-	15,0	301,7	1911%	472,9	794,2	68%
EBIT	-475,6	-37,1	-	-681,0	-151,9	-	-541,0	-229,9	-
Zysk netto	-426,2	-68,8	-	-624,3	-128,0	-	-538,5	-287,3	-
Marża EBITDA	-6%	13%		0%	10%		7%	12%	
Marża EBIT	-28%	-2%		-19%	-5%		-8%	-3%	
Marża netto	-25%	-5%		-18%	-4%		-8%	-4%	
EV/EBITDA							9,5	6,1	
P/E							-	-	

- W 2Q spadła średnia cena węgla koksowego, ale już tylko o 3% kw/kw i 22% r/r, węgla energetycznego o 3% kw/kw, a koksu o 6% kw/kw. Podsumowując: naszym zdaniem cenowy dołek.
- Wolumeny sprzedaży zewnętrznej (2,7 mt) był podobny do 1Q, ale zdecydowanie poprawił się miks (HCC 40% v. 34% w 1Q). Również oczekujemy mocnego odbicia wolumenu w koksie do 1,1 mt (+32% kw/kw).
- Na plus działa dalszy spadek kosztów oraz zmiana stanu zapasów (sprzedaż < produkcji). W sumie EBITDA wyniesie prawie 200 mln PLN, co jest bardzo dobrym wynikiem biorąc pod uwagę wciąż niskie ceny.
- Benchmark na 3Q to 92.5 USD/t (+8,5 USD/t kw/kw!!), a w PLN ceny są ponad 10% w górę. Kolejny pozytywny sygnał to ceny spot, które zbliżają się do 100 USD/t. Spółka sprzedała aktywa za 770 mln PLN i zaczyna wychodzić na prostą.

# KGHM (Kupuj, 82 PLN)

Kurs akcji: 77 PLN

Kapitalizacja: 15400 mln PLN

Data publikacji wyników: 17.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	5 329,0	4 247,1	-20%	10 060,0	8 159,1	-19%	18 286,6	19 231,9	5%
EBITDA	1 456,0	912,7	-37%	2 698,0	1 799,7	-33%	3 906,6	4 656,5	19%
EBIT	1 234,0	592,4	-52%	1 865,0	773,4	-59%	2 194,8	2 921,8	33%
Zysk netto	877,0	159,6	-82%	1 274,0	320,6	-75%	1 051,9	1 968,3	87%
Marża EBITDA	27%	21%		27%	22%		21%	24%	
Marża EBIT	23%	14%		19%	9%		12%	15%	
Marża netto	16%	4%		13%	4%		6%	10%	
EV/EBITDA							6,0	5,1	
P/E							14,6	7,8	

- W 2Q spodziewamy się lepszego wolumenu sprzedaży miedzi i srebra niż w pierwszym kwartale (odpowiednio 130kt i 300kg), ale nadal spółka będzie odkładała zapas do wykorzystania w 2H (remont pieca hutniczego).
- Koszty trzymane w ryzach oraz wysoka zmiana stanu zapasów pozwoli pokazać nieskonsolidowany zysk na sprzedaży rzędu 500 mln PLN i zysk netto około 250 mln PLN.
- W Sierra Gorda spodziewamy się lekkiego wzrostu wolumenu miedzi kw/kw do 27kt (15kt @ 55% KGHM) i oszczędności kosztowych. Pozwoli to naszym zdaniem pokazać EBITDA na poziomie 20 mln USD, ale netto będzie prawie 60 mln USD pod kreską.
- W KGHM Int. zakładamy optymistycznie stabilny wolumen miedzi kw/kw (23kt) i utrzymania niskich kosztów.
- Na wynik istotny wpływ będą miały różnice kursowe: około -200 mln PLN na EBIT i +200 mln PLN na wynik finansowy.
- Większość problemów pozostaje (zmiana strategii, Sierra Gorda, bilans), ale zdecydowanie urosły ceny głównych produktów pochodnych. Srebro i molibden wzrosły o +40-50% od początku roku. Dodatkowo osłabienie waluty ma bardzo dobry wpływ. Szansą pozostaje zmiana podatku od miedzi oraz globalne impulsy fiskalne.

## Norilsk Nickel (Kupuj, 15 USD)

Kurs akcji: 14,91 USD

Kapitalizacja: 92870,51 mln PLN

Data publikacji wyników: 31.8.2016

mln USD	I półr. 2015	I półr. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	4 907,0	3 644,0	-26%	7 190,9	7 893,8	10%
EBITDA	2 706,0	1 689,9	-38%	3 193,8	3 754,3	18%
EBIT	2 426,0	1 471,9	-39%	2 598,4	3 074,6	18%
Zysk netto	1 498,0	1 000,9	-33%	1 903,8	2 261,2	19%
Marża EBITDA	55%	46%		44%	48%	
Marża EBIT	49%	40%		36%	39%	
Marża netto	31%	27%		26%	29%	
EV/EBITDA				9,2	7,9	
P/E				12,3	10,4	

- Zakładamy produkcję zgodną z całoroczną prognozą oraz lepszą sprzedaż dzięki zbyciu zapasów (20kt Ni, 5kt Cu) gromadzonych w zeszłym roku. Przychody spadną jednak o 25% ze względu na głębokie spadki cen surowców (Ni -37%, Cu -21%)
- Dzięki dalszemu osłabieniu RUB (mimo istotnej inflacji kosztów) całkowite koszty produkcji spadną o 12% r/r .
- W rezultacie EBITDA wyniesie ok. 1,7 mld USD (w całym roku oczekujemy >3 mld USD).
- Silny bilans – DN/EBITDA 1.5x w dołku cyklu i na półmetku inwestycji we wzrost (obecne projekty).
- Perspektywy na cały 2016 r. są relatywnie dobre. Ceny, zwłaszcza niklu i platynowców, wyraźnie poprawiają się. Pozwoli to pokazać solidne wyniki i ponownie wypłacić dywidendę w granicach 8% (1.1-1.2 USD/GDR).
- W długim terminie olbrzymi potencjał projektów i zasobów oraz niskie koszty produkcji będą wspierane przez wysokie dywidendy i wzrost organiczny w spółce. Łączy ekspozycję na impulsy fiskalne/wzrost (nikiel, miedź, pallad) z bezpiecznymi przystaniami (platyna, złoto, pallad).



## PRZEMYSŁ I INNE

---

## Alumetal (Kupuj, 64 PLN)

Kurs akcji: 57,9 PLN

Kapitalizacja: 881,7 mln PLN

Data publikacji wyników: 18.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	367,1	325,0	-11%	752,0	663,2	-12%	1 433,4	1 691,8	18%
EBITDA	28,1	33,3	19%	47,3	68,5	45%	105,5	100,2	-5%
EBIT	23,1	28,1	22%	37,4	58,0	55%	80,8	72,3	-11%
Zysk netto	21,6	26,9	25%	31,3	55,4	77%	75,1	66,5	-12%
Marża EBITDA	8%	10%		6%	10%		7%	6%	
Marża EBIT	6%	9%		5%	9%		6%	4%	
Marża netto	6%	8%		4%	8%		5%	4%	
EV/EBITDA							9,7	9,9	
P/E							11,7	13,3	

- Pomimo spadku marży modelowej wynik kwartału powinien być bardzo dobry.
- Zakładamy, że wsad wykorzystywany przez Alumetal (mniej przerobiony złom) generuje wyższą marżę niż standardowy mix w Europie Zachodniej. Może być to spowodowane nominalnym spadkiem cen aluminium.
- Inwestycja na Węgrzech powinna ruszyć zgodnie z planem.
- Nasze prognozy na 2016 wyglądają w tym momencie na konserwatywne – to w pełni potwierdza naszą rekomendację.

## Amica (Niepokrywana)

Kurs akcji: 190,1 PLN

Kapitalizacja: 1478,07 mln PLN

Data publikacji wyników: 31.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	451,0	545,0	21%	926,4	1 118,5	21%	2 485,0	2 545,0	2%
EBITDA	35,4	41,4	17%	78,6	92,6	18%	201,6	211,5	5%
EBIT	26,3	30,4	16%	60,6	70,6	17%	161,6	164,5	2%
Zysk netto	17,6	19,4	10%	39,4	48,1	22%	164,9	139,4	-15%
Skorygowany zysk netto							112,0	114,7	2%
Marża EBITDA	8%	8%		8%	8%		8%	8%	
Marża EBIT	6%	6%		7%	6%		7%	6%	
Marża netto	4%	4%		4%	4%		7%	5%	
EV/EBITDA							8,6	8,2	
P/E							13,2	10,6	

- Obraz podobny jak w poprzednim kwartale – dobrze sprzedaż towarów (pomaga hedging – jak zwykle udany w Amice), słabsza sprzedaż produktów.
- Na szybko rosnącym rynku Polskim Amica lekko traci udziały (w 2Q).
- Pozytywnym zaskoczeniem może być Rosja z pewnie stabilną r/r sprzedażą (umocnienie rubla, wzrost cen ropy).
- Zapowiadany negatywny one-off (odpis wartości nieruchomości) może obciążyć wyniki na około 4 mln PLN.

## Apator (Trzymaj, 34 PLN)

Kurs akcji: 27,1 PLN

Kapitalizacja: 897,2 mln PLN

Data publikacji wyników: 29.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	183,6	203,0	11%	364,5	401,8	10%	793,3	823,0	4%
EBITDA	22,8	32,3	42%	50,0	57,9	16%	125,0	133,1	6%
EBIT	15,2	23,5	55%	35,3	40,4	14%	93,0	99,0	6%
Zysk netto	12,4	17,2	39%	28,8	30,4	6%	71,0	76,0	7%
Marża EBITDA	12%	16%		14%	14%		16%	16%	
Marża EBIT	8%	12%		10%	10%		12%	12%	
Marża netto	7%	8%		8%	8%		9%	9%	
EV/EBITDA							8,0	7,4	
P/E							12,6	11,8	

- Oczekujemy pewnej poprawy biznesu licznikowego. Pomaga EUR/PLN (choć kurs jest w dużej mierze zabezpieczony).
- Rector ciągle powinien generować małą stratę.
- W naszej ocenie, spółka nie ma potencjału spadkowego – choćby ze względu na niedawne (niedoszłe do skutku) wezwanie.

## Benefit Systems (Niepokrywana)

Kurs akcji: 570 PLN

Kapitalizacja: 1455,78 mln PLN

Data publikacji wyników: 18.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	147,7	185,5	26%	275,8	357,6	30%	732,0	1 014,8	39%
EBITDA	16,5	28,1	70%	24,5	43,3	77%	99,6	140,0	41%
EBIT	13,5	22,1	64%	18,0	32,3	79%	76,6	109,9	43%
Zysk netto	10,5	18,0	71%	18,2	26,6	46%	61,4	83,4	36%
Marża EBITDA	11%	15%		9%	12%		14%	14%	
Marża EBIT	9%	12%		7%	9%		10%	11%	
Marża netto	7%	10%		7%	7%		8%	8%	
EV/EBITDA							16,1	11,4	
P/E							23,7	17,5	

- Podkreślamy bardzo dobry przyrost liczby kart w Polsce (697 tys. kart, +20,8% r/r), spodziewamy się minimalnej erozji marży brutto w tym segmencie (-0,2 pp. r/r).
- Segment fitness jest w dość wczesnej fazie rozwoju, oczekujemy EBITu -3,4 mln PLN.
- Naszym zdaniem restrukturyzacja w Nowych Kafeteriach okazała się trwale skuteczna (EBIT 0 vs. -4,6 mln PLN w 2Q15).
- Zwraca uwagę znaczne zwiększenie dynamiki przyrostu kart zagranicznych (+10 tys. w 2Q16 vs. +5 tys. w 1Q16), choć to jeszcze nie poziom breakeven.
- Wynik w drugiej połowie roku może być zaburzony przeszacowaniami związanymi z przejęciami sieci fitness.

## Forte (Kupuj, 74 PLN)

Kurs akcji: 68,75 PLN

Kapitalizacja: 1632,88 mln PLN

Data publikacji wyników: 30.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	190,9	238,7	25%	446,7	539,0	21%	1 087,5	1 202,2	11%
EBITDA	18,3	29,6	62%	55,5	78,5	41%	155,8	167,9	8%
EBIT	13,6	24,0	76%	46,1	67,3	46%	136,2	148,3	9%
Zysk netto	12,0	18,8	57%	37,1	53,0	43%	106,4	112,0	5%
Marża EBITDA	10%	12%		12%	15%		14%	14%	
Marża EBIT	7%	10%		10%	12%		13%	12%	
Marża netto	6%	8%		8%	10%		10%	9%	
EV/EBITDA							11,5	11,7	
P/E							15,3	14,6	

- Oczekujemy bardzo dobrego kwartału – również ze względu na niską bazę.
- Do szybko rosnących rynków zachodnich (Niemcy, Francja, Hiszpania, Wielka Brytania) – powinna dołączyć Polska z nawet dwucyfrową dynamiką wzrostu.
- EURPLN w 2Q16 na poziomie 4,39 – otwarta ekspozycja (zabezpieczenie korytarzem) wspiera marżę.
- Rusza inwestycja w fabrykę płyty – duży capex (w sumie prawie 140 mln PLN już w tym roku).

## Kęty (Kupuj, 374 PLN)

Kurs akcji: 324,05 PLN

Kapitalizacja: 3059,67 mln PLN

Data publikacji wyników: 2.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	494,9	550,1	11%	960,9	1 069,1	11%	2 145,1	2 372,3	11%
EBITDA	84,2	95,0	13%	157,9	185,1	17%	360,2	404,9	12%
EBIT	62,2	70,0	13%	114,5	134,8	18%	250,1	279,4	12%
Zysk netto	57,6	77,3	34%	92,7	131,4	42%	245,2	223,2	-9%
Marża EBITDA	17%	17%		16%	17%		17%	17%	
Marża EBIT	13%	13%		12%	13%		12%	12%	
Marża netto	12%	14%		10%	12%		11%	9%	
EV/EBITDA							9,8	8,8	
P/E							12,5	13,7	

- Grupa Kęty podała wstępne prognozy wyników za 2Q 2016 r. Sprzedaż wzrosła o około 11% r/r, a marża EBIT wyniosła 12,7%. Spółka ma kolejny bardzo dobry kwartał za sobą. Cały czas utrzymuje się korzystna koniunktura w Polsce i eksporcie.
- Sprzedaż wyniosła 550 mln PLN (+11% r/r; +6% kw/kw. Na plus wyróżniła się dynamika w SOG (+15% r/r dzięki EURPLN) i SSA (+20%, silny popyt). SWW urośnie tylko o 2-3% ze względu na spadek ceny aluminium w PLN o 7% r/r.
- EBITDA wyniosła 95 mln PLN. Wzrost o 13% r/r (+11 mln PLN) wynika z wyższej sprzedaży i trochę lepszej marży. Warto zauważyć, że Kęty planują na cały rok wzrost EBITDA o 25 mln PLN, a po 1H zrealizowane jest już +27 mln PLN.
- Połączenie wzrostu w perspektywie 5 lat (EBITDA +50%) i solidnej dywidendy (5%) decyduje, że naszym zdaniem, spółka jest zdecydowanie atrakcyjną inwestycją.

## Otmuchów (Trzymaj, 5,37 PLN)

Kurs akcji: 4,7 PLN

Kapitalizacja: 59,91 mln PLN

Data publikacji wyników: 25.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	56,1	54,6	-3%	118,8	113,7	-4%	94,5	99,7	6%
EBITDA	3,4	2,4	-29%	8,0	5,7	-28%	14,9	8,0	-46%
EBIT	0,7	-0,2	-	2,3	0,6	-75%	4,6	3,9	-15%
Zysk netto	0,3	-0,5	-	1,1	-0,2	-	2,1	1,7	-19%
Marża EBITDA	6%	4%		7%	5%		16%	8%	
Marża EBIT	1%	0%		2%	1%		5%	4%	
Marża netto	0%	-1%		1%	0%		2%	2%	
EV/EBITDA							6,5	7,0	
P/E							28,4	35,0	

- Prognozujemy, iż w 2Q16 r. Otmuchów zaraportuje niewielki spadek przychodów w stosunku do 2Q15 r. mimo wsparcia ze strony produktów pod marką Angry Birds
- Szacujemy, iż marża brutto ze sprzedaży będzie pod presją ze względu na rosnące ceny cukru, kaka oraz masła i wyniesie ok. 18.5%
- Spadek przychodów w połączeniu z niższą marżą nie pozwoli na poprawę wyników r/r



## Pfleiderer Grajewo (Trzymaj, 31 PLN)

Kurs akcji: 28,42 PLN

Kapitalizacja: 1838,8 mln PLN

Data publikacji wyników: 11.8.2016

mln EUR	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	245,5	252,5	3%	497,5	498,8	0%	994,3	1 029,1	4%
EBITDA	31,9	38,0	19%	60,5	58,4	-3%	130,3	130,0	0%
EBIT	20,3	20,3	0%	37,3	20,7	-45%	59,8	63,1	6%
Zysk netto	8,2	9,3	13%	14,0	10,6	-24%	24,6	23,6	-4%
Marża EBITDA	13%	15%		12%	12%		13%	13%	
Marża EBIT	8%	8%		7%	4%		6%	6%	
Marża netto	3%	4%		3%	2%		2%	2%	
EV/EBITDA							6,3	6,2	
P/E							17,2	17,9	

- Wyjątkowo sprzyjające makro w tym kwartale ze względu na spadki cen podstawowych surowców: metanolu, mocznika, drewna.
- Strona popytowa powinna być sprzyjająca.
- Prognozujemy nominalną (a nie skorygowaną przez spółkę) Ebitdę.

## PKP Cargo (Sprzedaj, 45 PLN)

Kurs akcji: 34,65 PLN

Kapitalizacja: 1551,97 mln PLN

Data publikacji wyników: 25.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	1 166,0	1 054,0	-10%	2 063,0	2 089,0	1%	4 460,0	4 802,2	8%
EBITDA	243,0	111,0	-54%	270,0	192,4	-29%	495,0	652,0	32%
EBIT	141,0	-29,0	-	72,0	-90,0	-	-67,0	90,0	-
Zysk netto	139,4	-33,0	-	157,1	-100,0	-	-104,0	33,0	-
Skorygowany zysk netto	50,0	-33,0	-	67,7	-100,0	-	-104,0	33,0	-
Marża EBITDA	21%	11%		13%	9%		11%	14%	
Marża EBIT	12%	-3%		3%	-4%		-2%	2%	
Marża netto	12%	-3%		8%	-5%		-2%	1%	
EV/EBITDA							6,4	5,4	
P/E							-	47,03	

- Słabe dynamika pracy przewozowej (około -7% r/r) determinuje wyniki.
- Widać pierwsze zwiastuny poprawy (ceny ropy, umowy na przewóz węgla, pewnie lepsza praca przewozowa w czerwcu-lipcu), ale jest to start z bardzo niskich poziomów.
- Capex w 2016 około 620 mln PLN, w 2017 będzie to około 100 mln PLN więcej + prawdopodobny wykup AWT (200 mln PLN).
- Dług netto rośnie w bardzo szybkim tempie.

# Sanok Rubber Company (Niepokrywana)

Kurs akcji: 58,3 PLN

Kapitalizacja: 1567,21 mln PLN



Data publikacji wyników: 29.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	239,6	243,1	1%	455,6	462,4	1%	924,0	960,0	4%
EBITDA	43,7	43,1	-1%	73,4	78,8	7%	169,0	177,0	5%
EBIT	34,6	34,5	0%	54,9	61,6	12%	132,0	140,0	6%
Zysk netto	26,6	28,2	6%	44,6	47,4	6%	107,0	113,0	6%
Marża EBITDA	18%	18%		16%	17%		18%	18%	
Marża EBIT	14%	14%		12%	13%		14%	15%	
Marża netto	11%	12%		10%	10%		12%	12%	
EV/EBITDA							9,0	8,6	
P/E							14,6	13,9	

- Oczekujemy lekkich wzrostów w segmencie motoryzacyjnym (na co składać powinna się spadająca sprzedaż Draftex i rosnący polski biznes).
- Strona surowcowa jest ciągle dość sprzyjająca.
- Pozostałe segmenty powinny być względnie stabilne.

## Stalexport (Niepokrywana)

Kurs akcji: 3,36 PLN

Kapitalizacja: 830,8 mln PLN

Data publikacji wyników: 3.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	65,0	69,9	8%	119,2	134,9	13%	287,4	294,5	2%
EBITDA	48,1	51,8	8%	87,3	118,4	36%	233,5	220,3	-6%
EBIT	37,8	40,9	8%	66,6	96,6	45%	189,5	177,3	-6%
Zysk netto	24,6	27,7	13%	42,0	67,7	61%	130,7	126,9	-3%
Marża EBITDA	74%	74%		73%	88%		81%	75%	
Marża EBIT	58%	58%		56%	72%		66%	60%	
Marża netto	38%	40%		35%	50%		45%	43%	
P/E							6,4	6,5	

- Oczekujemy dobrych dynamik wzrostu ruchu.
- W kolejnym kwartale pomagać będzie ostatni otwarty odcinek A2 i ŚDM w Krakowie.
- Krótkoterminowa perspektywa nie ma jednak znaczenia. Ważna jest zdyskontowana wartość przyszłych dywidend w okresie trwania projektu (do 2027) – to naszym zdaniem ciągle pozostawia pewien potencjał.

## Wielton (Niepokrywana)

Kurs akcji: 8,85 PLN

Kapitalizacja: 534,31 mln PLN

Data publikacji wyników: 31.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	180,8	234,0	29%	319,2	410,0	28%	790,0	845,0	7%
EBITDA	9,6	22,4	133%	16,3	37,6	131%	74,0	79,5	7%
EBIT	5,6	17,9	220%	8,5	28,6	236%	56,0	60,0	7%
Zysk netto	3,1	15,9	413%	5,9	25,9	339%	48,0	50,0	4%
Marża EBITDA	5%	10%		5%	9%		9%	9%	
Marża EBIT	3%	8%		3%	7%		7%	7%	
Marża netto	2%	7%		2%	6%		6%	6%	
EV/EBITDA							8,4	7,9	
P/E							11,1	10,7	

- Wielton pokazuje swój pełen potencjał w dobrych warunkach rynkowych.
- Pomaga ciągle bardzo dobra sprzedaż w Polsce, rozbudowana sprzedaż w Europie Zachodniej i odradzająca się Rosja.
- Wyniki dodatkowo wsparte kursem EURPLN.
- Oprócz bieżących wyników, podoba nam się również strategia Wieltonu – pewne miejsce na liście top pick'ów.

## Zetkama (Niepokrywana)

Kurs akcji: 108,3 PLN

Kapitalizacja: 723,11 mln PLN

Data publikacji wyników: 31.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	83,1	150,0	81%	166,9	297,5	78%	589,0	619,0	5%
EBITDA	11,3	26,0	130%	23,1	51,8	124%	97,2	103,0	6%
EBIT	8,5	20,0	135%	17,5	39,8	127%	73,2	79,0	8%
Zysk netto	6,9	17,3	151%	14,2	34,1	140%	62,6	67,4	8%
Marża EBITDA	14%	17%		14%	17%		17%	17%	
Marża EBIT	10%	13%		10%	13%		12%	13%	
Marża netto	8%	12%		9%	11%		11%	11%	
EV/EBITDA							7,4	7,0	
P/E							11,6	10,7	

- Zwiększona ekspozycja na segment motoryzacyjny procentuje. Oczekujemy dobrych wyników od Kuźni Polskiej. Masterform ciut słabiej, ale zgodnie z budżetem.
- Pierwsze pozytywne sygnały ze słabszego w 1Q16 segmentu armatury – tak jak w wielu innych spółkach, sprzedaż do Rosji (kilkunastoprocentowa ekspozycja w segmencie) nieco się podnosi. Nowo przejęty Techmadex ciągle na stracie i obciąża segment.
- Segment elementów złącznych powinien kontynuować pozytywny trend.
- W sumie oczekujemy bardzo pozytywnego kwartału. Prognoza spółki (zysk netto: 58.7mln PLN), która wcześniej wydawała się ambitna teraz wydaje się konserwatywna.

## ZPUE (Trzymaj, 465 PLN)

Kurs akcji: 390,8 PLN

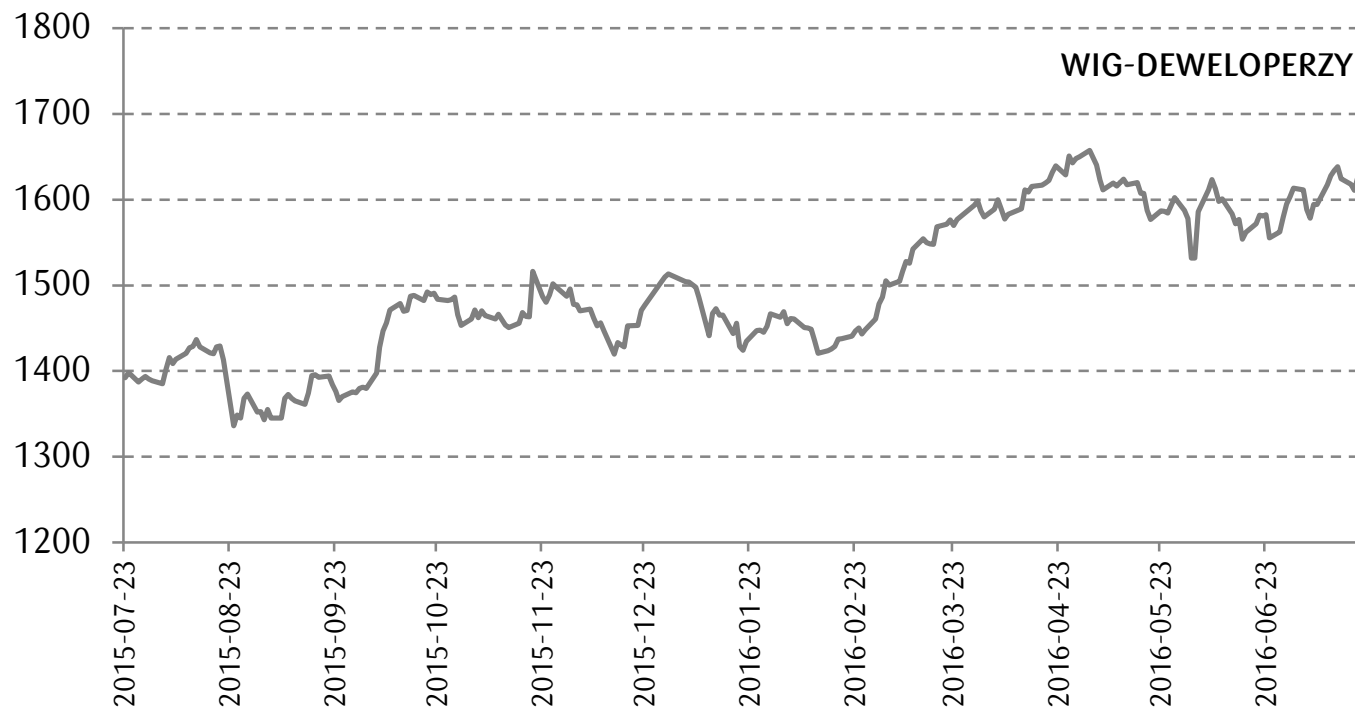
Kapitalizacja: 547,12 mln PLN

Data publikacji wyników: 31.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	133,4	146,8	10%	228,8	258,4	13%	624,2	665,4	7%
EBITDA	16,2	18,4	14%	22,6	25,4	12%	73,6	80,5	9%
EBIT	11,4	13,6	19%	13,2	15,8	20%	55,5	61,1	10%
Zysk netto	8,9	10,6	19%	9,4	12,3	31%	50,0	46,5	-7%
Marża EBITDA	12%	13%		10%	10%		12%	12%	
Marża EBIT	9%	9%		6%	6%		9%	9%	
Marża netto	7%	7%		4%	5%		8%	7%	
EV/EBITDA							8,3	7,8	
P/E							10,9	11,8	

- Rynek krajowy rozwija się w dość dobrym (prawie 10%) tempie – co jest dobrym osiągnięciem jak na specyfikę segmentu.
- ZPUE zaczyna się rozwijać w relatywnie nowym dla siebie segmencie – produkcji dla przemysłu.
- Sprzedaż eksportowa powoli nabiera tempa. Rośnie sprzedaż w kierunku zachodnim i południowym, sprzedaż na wschód ma się również trochę lepiej.
- Podtrzymujemy naszą wycenę, co przy obecnej cenie spółki daje potencjał do wzrostu.

## SEKTOR DEWELOPERSKI





## ATAL (Kupuj, 23,3 PLN)

Kurs akcji: 23,99 PLN

Kapitalizacja: 928,74 mln PLN

Data publikacji wyników: 31.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	57,1	141,3	147%	108,4	259,3	139%	848,0	893,0	5%
EBITDA	11,0	33,1	203%	23,0	94,1	309%	98,0	104,0	6%
EBIT	10,7	32,8	207%	22,5	60,6	169%	95,0	101,0	6%
Zysk netto	8,3	26,2	218%	17,3	49,5	187%	75,7	81,0	7%
Marża EBITDA	19%	23%		21%	36%		12%	12%	
Marża EBIT	19%	23%		21%	23%		11%	11%	
Marża netto	14%	19%		16%	19%		9%	9%	
EV/EBITDA							12,6	11,6	
P/E							12,3	11,5	

- Spółka zanotowała rekordową kwartalną sprzedaż na poziomie 677 mieszkań co jest efektem rosnącej oferty.
- W I półroczu wprowadzono do sprzedaży 15 projektów na ponad 2000 mieszkań.
- Oczekujemy, że przekazania wyniosły ok. 400 mieszkań i objęły głównie Katowice (Francuska Park), Warszawę (Nowe Bemowo) oraz Kraków (Citi Towers).

## Dom Development (Kupuj, 55,2 PLN)

Kurs akcji: 53,1 PLN

Kapitalizacja: 1315,35 mln PLN

Data publikacji wyników: 25.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	157,8	226,5	44%	230,3	365,6	59%	995,4	1 025,4	3%
EBITDA	14,2	23,4	64%	9,6	54,0	463%	123,3	124,5	1%
EBIT	13,2	22,1	67%	7,5	29,4	292%	120,7	122,1	1%
Zysk netto	10,6	16,9	59%	5,2	22,0	323%	92,5	91,6	-1%
Marża EBITDA	9%	10%		4%	15%		12%	12%	
Marża EBIT	8%	10%		3%	8%		12%	12%	
Marża netto	7%	7%		2%	6%		9%	9%	
EV/EBITDA							11,9	12,2	
P/E							14,2	14,4	

- Dom Development wykazał w II kwartale największą sprzedaż wśród deweloperów giełdowych. Spółka sprzedała netto 701 mieszkań wobec 598 mieszkań w II kwartale 2015 r., co jest efektem rozszerzenia bazy inwestycji. W II kwartale wprowadzono 8 projektów na ponad 1300 mieszkań.
- Przekazania wyniosły 564 lokale i objęły głównie projekty o nieco niższych marżach jak Wilno i Klasyków. Zdecydowana większość zysków w 2016 r. zostanie rozpoznana w IV kwartale br.

## Echo (Trzymaj, 4,7 PLN)

Kurs akcji: 4,56 PLN

Kapitalizacja: 1881,86 mln PLN

Data publikacji wyników: 31.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	131,1	4 041,1	2983%	273,8	4 184,3	1428%	413,5	314,1	-24%
EBITDA	112,4	158,1	41%	33,8	326,1	865%	420,4	283,3	-33%
EBIT	111,3	157,6	42%	31,3	324,6	937%	416,3	279,3	-33%
Zysk netto	15,6	72,1	361%	22,7	259,8	1044%	326,6	286,3	-12%
Marża EBITDA	86%	4%		12%	8%		102%	90%	
Marża EBIT	85%	4%		11%	8%		101%	89%	
Marża netto	12%	2%		8%	6%		79%	91%	
EV/EBITDA							5,0	7,7	
P/E							5,8	6,6	

- W II kwartale miała miejsce sprzedaż udziałów w ECHO Prime Properties, co sprawia, że zdecydowana większość portfela nieruchomości zniknie z bilansu Spółki.
- Oczekujemy umiarkowanych pozytywnych efektów rewaluacji pozostałego portfela oraz rewaluacji z tytułu osłabieni się złotówki.
- II kwartał br. był dobry dla mieszkaniowej części ECHO. Sprzedaż wyniosła 160 mieszkań, a w wynikach rozpoznano 129 mieszkań.

## GTC (Trzymaj, 7,14 PLN)

Kurs akcji: 6,77 PLN

Kapitalizacja: 3115,66 mln PLN

Data publikacji wyników: 24.8.2016

mln EUR	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	30,4	30,2	-1%	60,0	61,0	2%	88,0	110,4	25%
EBITDA	15,4	28,1	82%	32,7	81,3	149%	180,2	144,5	-20%
EBIT	15,3	28,0	83%	32,4	53,1	64%	180,2	144,0	-20%
Zysk netto	-1,9	19,2	-	6,4	35,6	457%	132,2	91,7	-31%
Marża EBITDA	51%	93%		55%	133%		205%	131%	
Marża EBIT	50%	93%		54%	87%		205%	130%	
Marża netto	-6%	64%		11%	58%		150%	83%	
EV/EBITDA							8,2	10,9	
P/E							5,4	7,8	

- Oczekujemy stabilnych wyników operacyjnych w segmencie najmu na poziomie zbliżonym do 1Q 2016.
- Oczekujemy pozytywnego efektu rewaluacji, które będą dotyczyć galerii Północnej.
- Zakładamy przychody ze sprzedaży mieszkań na poziomie ostatniego kwartału.

## PHN (Kupuj, 23,7 PLN)

Kurs akcji: 14,95 PLN

Kapitalizacja: 697,64 mln PLN

Data publikacji wyników: 31.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	35,6	43,9	23%	73,0	84,5	16%	206,2	234,7	14%
EBITDA	21,4	15,6	-27%	32,5	29,1	-10%	67,8	82,1	21%
EBIT	21,0	15,3	-27%	31,9	28,5	-11%	66,2	80,5	22%
Zysk netto	16,3	9,2	-44%	28,7	16,9	-41%	46,5	57,5	24%
Marża EBITDA	60%	36%		45%	34%		33%	35%	
Marża EBIT	59%	35%		44%	34%		32%	34%	
Marża netto	46%	21%		39%	20%		23%	24%	
EV/EBITDA							19,2	15,8	
P/E							15,0	12,1	

- W wynikach II kwartału widoczna będzie po raz pierwszy biurowiec Alchemia, który powinien zwiększyć przychody o kilka mln PLN.
- Oczekujemy przychodów z działalności deweloperskiej na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału.
- Nie oczekujemy istotnego wpływu wyceny aktywów oraz zdarzeń o charakterze jednorazowym na wyniki.

## Robyg (Kupuj, 3,02 PLN)

Kurs akcji: 2,92 PLN

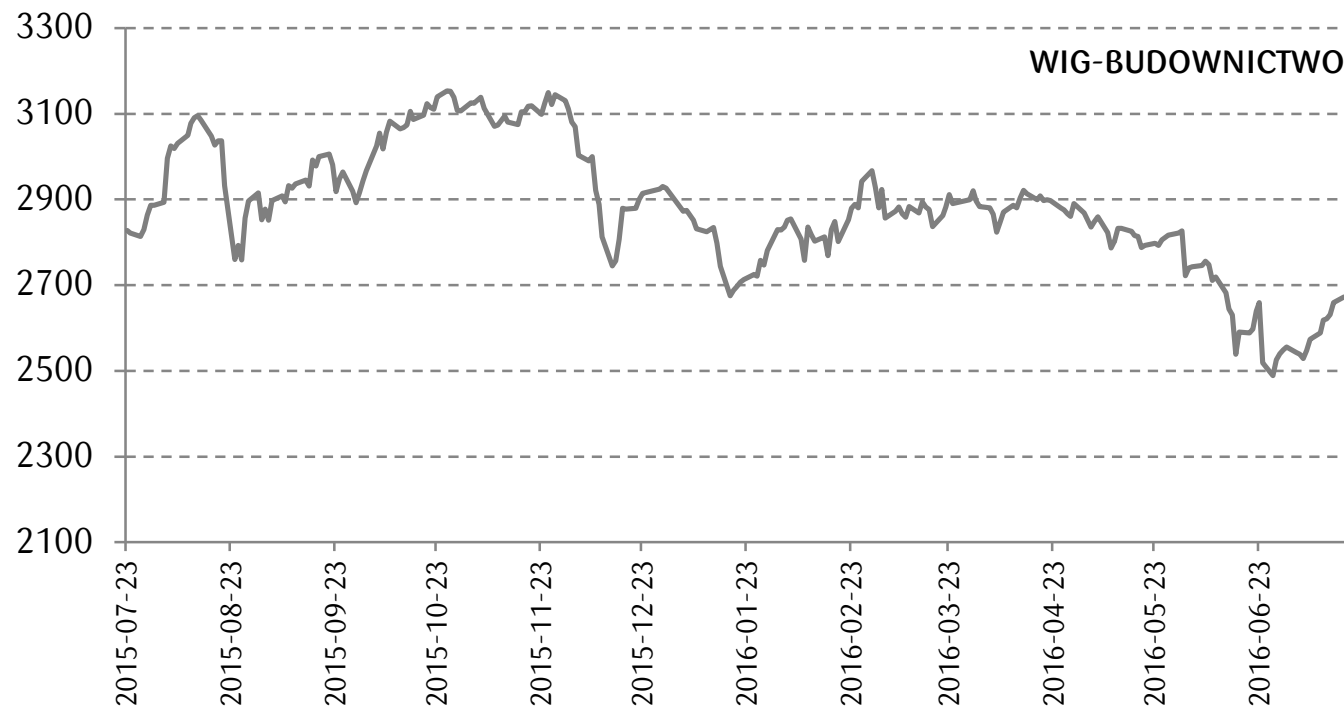
Kapitalizacja: 768,22 mln PLN

Data publikacji wyników: 25.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	64,9	70,4	8%	140,6	193,0	37%	550,6	892,5	62%
EBITDA	3,8	19,9	423%	17,2	40,2	134%	114,0	185,0	62%
EBIT	3,3	19,2	482%	16,3	39,0	139%	113,3	184,0	62%
Zysk netto	2,7	13,6	404%	18,4	28,4	54%	93,1	85,8	-8%
Marża EBITDA	6%	28%		12%	21%		21%	21%	
Marża EBIT	5%	27%		12%	20%		21%	21%	
Marża netto	4%	19%		13%	15%		17%	10%	
EV/EBITDA							9,1	5,2	
P/E							8,2	9,0	

- Wyniki będą pochodną księgowania mieszkań na poziomie 565 lokali.
- Do głównych inwestycji rozpoznawanych w II kwartale br. należały wysokomarżowe inwestycje Park Wola Residence oraz Osiedle Królewskie Królewski Park na Wilanowie, które stanowiły łącznie 75% przekazanych lokali.
- Sprzedaż wyniosła 648 lokali i była poniżej poziomu z I kwartału (727) ze względu na fakt, że część inwestycji m.in. Green Mokotów została wprowadzona na przełomie II i III kwartału.

# BUDOWNICTWO



## Budimex (Trzymaj, 200 PLN)

Kurs akcji: 180,4 PLN

Kapitalizacja: 4605,62 mln PLN

Data publikacji wyników: 30.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	1 421,8	1 523,0	7%	2 268,2	2 510,7	11%	5 680,5	6 715,8	18%
EBITDA	87,8	118,0	34%	140,1	186,9	33%	367,4	410,2	12%
EBIT	82,1	112,0	36%	128,8	174,9	36%	344,2	383,7	11%
Zysk netto	69,4	95,0	37%	106,6	146,5	37%	289,9	319,5	10%
Marża EBITDA	6%	8%		6%	7%		6%	6%	
Marża EBIT	6%	7%		6%	7%		6%	6%	
Marża netto	5%	6%		5%	6%		5%	5%	
EV/EBITDA							9,7	8,2	
P/E							15,9	14,4	

- Wyniki nie będą zaskoczeniem dla rynku – Budimex już wcześniej ujawnił poziom zysku netto.
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami – jest to moment na generowanie rekordowej marży w sektorze budowlanym.
- Bardzo ważnym, pozytywnym sygnałem może być pozytywny wynik z działalności usług użyteczności publicznej.
- Portfel zleceń powinien wzrosnąć na koniec 2Q16 o około 0,3mld PLN do poziomu 9,4 mld PLN. Jest to zasługa bardzo silnej kontraktacji w segmencie kubaturowym.
- Budimex naszym zdaniem wygląda najlepiej w segmencie budowlanym.



## Elektrobudowa (Trzymaj, 100 PLN)

Kurs akcji: 102,2 PLN

Kapitalizacja: 485,2 mln PLN

Data publikacji wyników: 31.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	347,0	325,0	-6%	592,9	532,8	-10%	1 070,0	805,0	-25%
EBITDA	25,8	25,6	-1%	43,5	26,6	-39%	70,0	56,8	-19%
EBIT	21,9	22,3	2%	36,0	22,9	-36%	56,6	43,3	-23%
Zysk netto	17,5	18,0	3%	27,3	18,2	-33%	45,9	35,1	-23%
Marża EBITDA	7%	8%		7%	5%		7%	7%	
Marża EBIT	6%	7%		6%	4%		5%	5%	
Marża netto	5%	6%		5%	3%		4%	4%	
EV/EBITDA							6,3	7,5	
P/E							10,6	13,8	

- Blok dla Tauron Ciepło jest oddany co zmniejsza ryzyko na kontrakcie i pozwala myśleć o lepszym wyniku.
- Brak przełomowych wydarzeń na ryzykownych kontraktach Skawina i Byczyna.
- Słaba kontraktacja - zaczyna to być problemem pod kątem przyszłych wyników.
- Kwartał powinien być wsparty wcześniej zapowiadaną sprzedażą Biprohut (szacujemy na +3mln PLN).

## Pekabex (Trzymaj, 12 PLN)

Kurs akcji: 13 PLN

Kapitalizacja: 314,76 mln PLN

Data publikacji wyników: 31.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	82,9	113,0	36%	179,9	204,5	14%	442,4	474,0	7%
EBITDA	12,5	10,5	-16%	23,0	28,7	25%	34,0	38,4	13%
EBIT	10,8	8,0	-26%	19,9	23,8	20%	25,6	29,9	17%
Zysk netto	8,7	6,0	-31%	15,4	17,9	16%	18,7	22,4	20%
Skorygowany zysk netto	4,0	6,0	50%	10,8	10,7	-1%	18,7	22,4	20%
Marża EBITDA	15%	9%		13%	14%		8%	8%	
Marża EBIT	13%	7%		11%	12%		6%	6%	
Marża netto	10%	5%		9%	9%		4%	5%	
EV/EBITDA							10,7	9,4	
P/E							16,9	14,0	

- Szansa na dość przyzwoity kwartał pozwalający myśleć o pobiciu naszej całorocznej prognozy.
- Dość słaby pod względem produkcji maj, ale sprzedaż powinna się rozkręcać w kolejnych miesiącach.
- Szansa na uczestnictwo w programie budownictwa mieszkaniowego

## Torpol (Niepokrywana)

Kurs akcji: 10,1 PLN

Kapitalizacja: 231,99 mln PLN

Data publikacji wyników: 29.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	287,7	187,0	-35%	443,8	333,7	-25%	650,0	700,0	8%
EBITDA	7,2	6,8	-6%	15,0	13,7	-9%	27,6	31,6	14%
EBIT	4,3	3,5	-19%	9,2	7,1	-23%	15,0	19,0	27%
Zysk netto	2,8	2,2	-21%	7,2	5,3	-26%	12,5	15,0	20%
Marża EBITDA	3%	4%		3%	4%		4%	5%	
Marża EBIT	1%	2%		2%	2%		2%	3%	
Marża netto	1%	1%		2%	2%		2%	2%	
EV/EBITDA							7,0	6,1	
P/E							18,6	15,5	

- Niska sprzedaż konsekwencją słabego backlogu, ale prognozy pozostają niezmienione.
- Oferta Torpolu na 247mln PLN najkorzystniejsza (Kraków Mydlniki - Kraków Główny). Jest to pierwszy pozytywny sygnał. Oferty pierwszych 5-ciu graczy były blisko siebie, ale trzeba się liczyć z nieco niższymi marżami.
- Nadzieja na podpisywanie kontraktów na przełomie 2016/2017.
- Problemem sektora stają się obawy o przyszły kształt funduszy z UE.

## Trakcja PRKiI (Niepokrywana)

Kurs akcji: 10,51 PLN

Kapitalizacja: 540,2 mln PLN

Data publikacji wyników: 30.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	334,0	340,0	2%	564,8	480,2	-15%	1 320,0	1 370,0	4%
EBITDA	26,3	30,4	16%	35,9	38,4	7%	95,0	92,0	-3%
EBIT	20,2	24,8	23%	23,7	27,3	15%	72,0	68,0	-6%
Zysk netto	16,0	18,9	18%	17,4	19,3	11%	56,7	52,0	-8%
Marża EBITDA	8%	9%		6%	8%		7%	7%	
Marża EBIT	6%	7%		4%	6%		5%	5%	
Marża netto	5%	6%		3%	4%		4%	4%	
EV/EBITDA							6,2	6,4	
P/E							9,5	10,4	

- Dość słaba kontraktacja. Backlog na 2017 szacujemy na około 550 mln PLN.
- Bilans podpowiada, że jest pewien zapas marży w spółce.
- Nadzieja na podpisywanie kontraktów na przełomie 2016/2017.
- Problemem sektora stają się obawy o przyszły kształt funduszy z UE.

# IT



## Asseco Business Solutions (Niepokrywana)

Kurs akcji: 19,71 PLN

Kapitalizacja: 658,67 mln PLN

Data publikacji wyników: 3.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	35,1	38,7	10%	72,2	80,0	11%	165,6	177,2	7%
EBITDA	10,7	12,5	17%	23,2	28,0	21%	59,1	64,1	8%
EBIT	8,0	9,8	22%	17,7	22,6	27%	48,2	53,1	10%
Zysk netto	6,7	8,1	21%	14,8	18,5	25%	39,5	43,4	10%
Marża EBITDA	31%	32%		32%	35%		36%	36%	
Marża EBIT	23%	25%		25%	28%		29%	30%	
Marża netto	19%	21%		21%	23%		24%	25%	
EV/EBITDA							10,1	9,3	
P/E							16,7	15,2	

- 2Q i 3Q sezonowo najłabsze dla grupy, mniejsza sprzedaż rozwiązań pudełkowych w kanale małego ERP (mniejsza liczba nowych wdrożeń oraz aktualizacji pod nowe przepisy).
- W 2Q wzrosty na wszystkich kluczowych liniach biznesowych: duże ERP i DRS (infrastruktura i rozwiązania obce) powyżej oczekiwań, kontynuacja wzrostów za granicą, głównie produkty dla FMCG (+50% r/r). Dodatkowo wyniki 2Q15 obciążone były rezerwą (ugoda z klientem), której nie będzie w tym roku.
- Spółka pracuje nad dwoma dużymi kontraktami, które mogą istotnie przełożyć się na wyniki 2017-2019.
- W całym 2016 spodziewamy się dalszej poprawy wyników, zysk netto +18% r/r, wzrosty na wszystkich liniach biznesowych, ponadto rozwój biznesu zagranicznego w kanale mobile (FMCG) powinien dodatkowo poprawiać marże w grupie.
- Spółka co roku przeznaczająca cały zysk na dywidendę. Z zysku za 2015 r. wypłaciła 1 PLN na akcję, z zysku za 2016 r. spodziewamy 1,15 PLN dywidendy na akcję (6% stopa dywidendy).

## Asseco Poland (Niepokrywana)

Kurs akcji: 54,72 PLN

Kapitalizacja: 4541,77 mln PLN

Data publikacji wyników: 24.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	1 713,1	1 918,7	12%	3 305,1	3 763,1	14%	7 781,3	8 357,1	7%
EBITDA	234,5	239,6	2%	462,0	497,4	8%	1 041,6	1 085,9	4%
EBIT	169,1	167,8	-1%	333,6	353,8	6%	756,6	790,9	5%
Zysk netto	60,4	64,8	7%	138,0	129,8	-6%	343,5	364,7	6%
Marża EBITDA	14%	12%		14%	13%		13%	13%	
Marża EBIT	10%	9%		10%	9%		10%	9%	
Marża netto	4%	3%		4%	3%		4%	4%	
EV/EBITDA							7,0	6,6	
P/E							13,2	12,5	

- W 2Q16 spodziewamy się kontynuacji trendów z 2015, dwucyfrowej dynamiki przychodów (wzrost w Izraelu +10-15%, pomaga silny dolar; dochodzą dwie nowe spółki w Europie Centralnej kupione w 3Q15; jedna w Europie Zachodniej; Rosja słabiej; Europa Południowo-Wschodnia lepiej).
- Marża brutto w grupie niżej, wyższe koszty SG&A, głównie ze względu na akwizycje w 2H15, w konsekwencji lekko niższy EBIT. Ponadto ze względu na spodziewaną większą dystrybucję dywidend ze spółek zależnych możliwa wyższa efektywna stopa podatkowa w kwartale.
- W polskiej spółce przychody płasko: mniej dużych kontraktów w energetyce, słabiej w zdrowiu, wciąż bez rozstrzygnięć w publicu, EBIT niżej, wyższe przychody finansowe.
- Ryzykiem dla wyników 2017-2019 jest mniejsza oczekiwana ilość projektów w publicu, niższa dynamika przejęć, widoczna presja na marżę oraz wzrost kosztów po akwizycjach, na plus powinny zadziałać fundusze z UE.
- Ze względu na trudny 2016 r. (oczekiwane niższe wyniki), spodziewamy się tylko płaskiej dywidendy z zysku za 2016 r.

## Asseco SEE (Niepokrywana)

Kurs akcji: 9,49 PLN

Kapitalizacja: 492,47 mln PLN

Data publikacji wyników: 5.8.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	121,8	136,5	12%	220,4	256,3	16%	512,9	543,7	6%
EBITDA	21,4	21,8	2%	38,2	40,7	7%	83,2	90,9	9%
EBIT	14,2	13,1	-7%	24,0	23,3	-3%	53,2	58,4	10%
Zysk netto	11,6	10,6	-9%	19,8	18,7	-5%	44,7	49,3	10%
Marża EBITDA	18%	16%		17%	16%		16%	17%	
Marża EBIT	12%	10%		11%	9%		10%	11%	
Marża netto	10%	8%		9%	7%		9%	9%	
EV/EBITDA							5,4	4,9	
P/E							11,0	10,0	

- W 2Q16 spodziewamy się wzrostu przychodów: lepiej integracja +10-15% r/r (niska baza 2015 r.), banking, payment płasko, wyższy udział hardware'u w mixie produktowym przełoży się na spadek marży brutto na sprzedaży.
- Rosną koszty produkcji i sprzedaży, backoffice płasko, rozwój geograficzny zwiększa dodatkowo bazę kosztową, w konsekwencji niższy EBIT.
- Ze względu na przesunięcia części projektów z 2Q na 3Q, spodziewamy się dobrego 2H16, wciąż widoczny efekt odbicia w integracji, ryzyko w segmencie payment (inwestycje w Turcji), banking płasko plus.
- Podtrzymujemy nasze wcześniejsze oczekiwania co do wyników na 2016 i 2017 r. Utrzymująca się presja na marże, rosnące ryzyko zawiązywania rezerw na przedłużających się kontraktach, możliwe dokupowanie udziałów w spółkach zależnych.
- Z zysku za 2016 r. spodziewamy się co najmniej 0,42 PLN dywidendy na akcję (stopa dywidendy 4,6%), w przypadku braku akwizycji oraz braku większych inwestycji możliwa wyższa dywidenda.



## Macrologic (Niepokrywana)

Kurs akcji: 38 PLN

Kapitalizacja: 71,77 mln PLN

Data publikacji wyników: 29.7.2016

mln PLN	II kw. 2015	II kw. 2016P	r/r	I-II kw. 2015	I-II kw. 2016P	r/r	2016P	2017P	r/r
Przychody	12,7	13,0	3%	26,4	27,0	2%	58,2	59,9	3%
EBITDA	2,5	2,8	13%	6,6	7,3	10%	14,8	15,2	3%
EBIT	1,1	1,1	-2%	3,9	3,8	-2%	8,8	9,1	4%
Zysk netto	1,0	0,9	-9%	3,3	3,1	-6%	6,9	7,2	4%
Marża EBITDA	20%	22%		25%	27%		25%	25%	
Marża EBIT	9%	8%		15%	14%		15%	15%	
Marża netto	8%	7%		13%	12%		12%	12%	
EV/EBITDA							4,5	4,4	
P/E							10,5	10,0	

- Ze względu na konieczność dostosowania systemów pod obsługę JPK, który zaczął obowiązywać od 1 lipca, w 2Q spodziewamy się lekko wyższych przychodów (więcej pracy u dotychczasowych klientów), mniejszej liczby nowych wdrożeń, płaskiego EBITu i zysku netto.
- Na jesieni pojawi się całkowicie nowy produkt, zastępujący dotychczasową aplikację, która częściowo zaktywizuje „uśpionych” klientów. Jednak jej wpływ na wynik będzie widoczny najwcześniej od 2018 r.
- Macrologic po raz drugi złożył wniosek o dotację na 15 mln PLN (dofinansowanie 40%) na rozwój flagowego produktu, rozstrzygnięcie w lipcu/sierpniu. Jeśli i tym razem wniosek zostanie odrzucony będzie mógł skorzystać z ulgi na R&D – około 200 tys. PLN rocznie na podatku.
- Podtrzymujemy nasze oczekiwania co do wyników w 2016 i '17. Lekki wzrost przychodów przy wyższych kosztach SG&A związanych z wyższymi nakładami na rozwój nowego core produktu i marketing marki, w konsekwencji płaski EBIT i zysk netto w całym 2016 r.
- Spółka zdecydowała przeznaczyć do 6,7 mln PLN z zysku za 2015 na skup do 5% akcji własnych, co implikuje potencjalną cenę skupu na poziomie 80 PLN na akcję (powyżej ceny rynkowej!). Program powinien ruszyć na przełomie sierpnia i września.

# Kalendarz

21 lipca	PKN Orlen	11 sierpnia	Grajewo	29 sierpnia	Apator
22 lipca	Telekom Austria		Lotos		Emperia
25 lipca	Orange Polska		Moneta Money Bank		Newag
26 lipca	Millennium	12 sierpnia	AmRest		Neuca
27 lipca	BZ WBK		PGNiG		Sanok
	Jeronimo Martins		OTP Bank		Torpol
28 lipca	O2 Czech Republic	17 sierpnia	KGHM	30 sierpnia	Budimex
	mBank		Tauron		Forte
	Hrvatski Telekom	18 sierpnia	Alumetal		Intercars
29 lipca	Macrologic		Benefit Systems		LPP
	GPW		Handlowy		SYNTHOS
2 sierpnia	Kęty		Raiffeisen Bank		Trakcja
3 sierpnia	Asseco Business Solutions	19 sierpnia	Eurocash	31 sierpnia	Amica
	Komerčni Banka	21 sierpnia	Pelion		Atal
	ING BSK	24 sierpnia	Asseco Poland		Ciech
	Pekao		Grupa Azoty		Echo Investment
	Stalexport Autostrady		GTC		Elektrobudowa
4 sierpnia	Magyar Telekom		PZU		Getin Noble Bank
	Netia	25 sierpnia	ABC Data		Norilsk Nickel
5 sierpnia	Asseco SEE		CCC		Pekabex
	Erste Bank		Cyfrowy Polsat		PHN
	MOL		Dom Development		Wielton
9 sierpnia	CEZ		JSW		Wirtualna Polska
	PGE		PKP Cargo		ZE PAK
10 sierpnia	Polenergia		Robyg		Zetkama
	OMV	26 sierpnia	Bogdanka		ZPUE
11 sierpnia	Alior Bank		Enea	19 września	AB
	Asbis	28 sierpnia	Kruk		
	Energa	29 sierpnia	Action		

## KONTAKTY

### Biuro Analiz Rynkowych

Artur Iwański	(dyrektor BAR, sektor wydobywczy)	(022) 521 79 31	artur.iwanski@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(022) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Włodzimierz Giller	(handel, media, telekomunikacja)	(022) 521 79 17	wlodzimierz.giller@pkobp.pl
Monika Kalwasińska	(paliwa, chemia, sektor spożywczy)	(022) 521 79 41	monika.kalwasinska@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(przemysł, budownictwo, inne)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Stanisław Ozga	(sektor energetyczny, deweloperski)	(022) 521 79 13	stanislaw.ozga@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(dystrybucja, inne)	(022) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(022) 521 52 04	alicja.zaniewska@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja)	(022) 580 33 68	malgorzata.zelazko@pkobp.pl

### Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski	(director)	(022) 521 79 19	wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Michał Sergejev	(sales)	(022) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Mark Cowley	(sales)	(022) 521 52 46	mark.cowley@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(022) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(022) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Piotr Dedecjus	(sales trader)	(022) 521 91 40	piotr.dedecjus@pkobp.pl
Tomasz Ilczyszyn	(sales trader)	(022) 521 82 10	tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Maciej Kałuża	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluzaj@pkobp.pl
Andrzej Sychowski	(trader)	(022) 521 48 93	andrzej.sychowski@pkobp.pl

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

### DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza publikacja (dalej: „Publikacja”) została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującego), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (dalej: Rozporządzenie), wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP.

Publikacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez DM PKO BP.

Publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że informacje zawarte w Publikacji są w pełni dokładne i kompletne. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Publikacji.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Niniejsza Publikacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

DM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie DM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” ([tutaj](#)), jak również umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

#### Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży