

Marzec: Zmienność pozostanie wysoka

01/03/2018

ZALECANA ALOKACJA W AKCJE POLSKIE: 75%

W naszej ocenie akcje polskich spółek są relatywnie tanie w stosunku do wycen obserwowanych na głównych parkietach zachodnich rynków. Szczególnie segment najmniejszych spółek jest w naszej ocenie wart zainteresowania, gdyż przez większość ubiegłego roku jego zachowanie było zdecydowanie słabsze niż blue-chipów. Inwestorzy od kilku kwartałów preferują spółki o wysokiej płynności, przez co wyceny wielu „maluchów” wydają się być bardzo atrakcyjne (średni wskaźnik C/Z dla tego segmentu to ok. 13.5x, a stopa dywidendy ok. 3.6%), co potwierdza rosnąca w ostatnim czasie liczba wezwań i skupów akcji. Oczekujemy, że przewaga dużych spółek ma charakter czasowy i w średnim terminie wyceny mniejszych emitentów nadgonią stracony dystans.

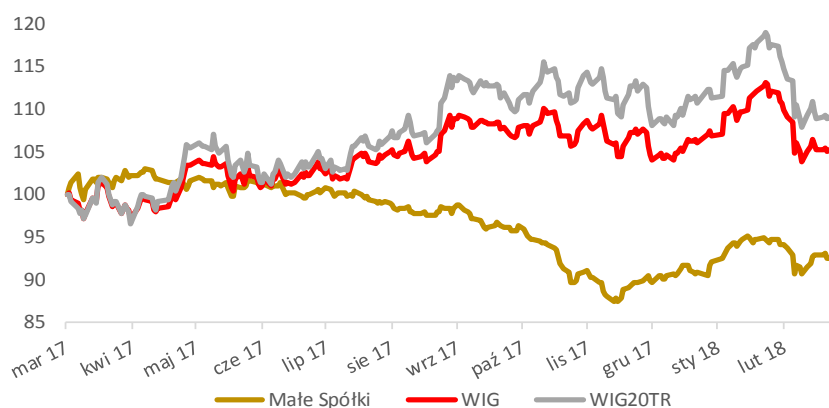
Z drugiej strony, w ostatnim czasie globalne rynki akcji weszły w fazę podwyższonej zmienności, co po kilku kwartałach stabilnych i bardzo konsekwentnych wzrostów zaowocowało dosyć bolesną korektą i zdecydowanie wyższą amplitudą wahań kursów. W najbliższym miesiącu warto zwrócić uwagę na posiedzenie FOMC (21-22 marca), na którym dosyć prawdopodobna jest decyzja odnośnie kolejnej podwyżki stóp procentowych. Biorąc pod uwagę dosyć „jastrzębie” wypowiedzi nowego szefa FED J. Powella, rynki mogą reagować nerwowo zarówno przed jak i w niedługim czasie po posiedzeniu FOMC.

Ewentualne, związane z powyższym, korekty na rynkach akcji, wykorzystywalibyśmy do zwiększenia pozycji w akcjach, które w średnim terminie uważamy za bardzo atrakcyjną klasę aktywów.

Jako faworytów na najbliższe miesiące widzimy spółki deweloperskie, mniejsze spółki sektora budowlanego, które będą w stanie przełożyć presję inflacyjną na generalnych wykonawców, spółki technologiczne oraz korzystające na rosnącej sile nabywczej polskiego konsumenta.

Performance Spółek naszego portfela będziemy odnosić do indeksu szerokiego rynku WIG.

Wykres 1: WIG20TR vs. WIG vs. Małe Spółki (sWIG80TR+NCI)



Źródło: GPW, PDM

Analitycy

Kuper Krzysztof k.kuper@polskidm.com.pl	+48 665 305 208
Franczak Monika m.franczak@polskidm.com.pl	+48 607 775 006
Koprowski Łukasz l.koprowski@polskidm.com.pl	+48 607 909 222
Popławski Emil e.poplawski@polskidm.com.pl	+48 609 777 386

Sprzedaż - klienci instytucjonalni

Demczuk Paweł p.demczuk@polskidm.com.pl	+48 601 412 423
--	-----------------

Sprzedaż - klienci indywidualni

Rudolf Paulina p.rudolf@polskidm.com.pl	+48 22 123 95 86
Skrzyczyński Grzegorz g.skrzyczynski@polskidm.com.pl	+48 22 123 95 86

Powyżej rynku

ALI	+	8.0 P/E '18, 5.3 EV/EBITDA '18 i 11% DY '18. Pomimo ostatniej korekty panująca koniunktura powinna zagwarantować stabilny success fee, które ma istotne znaczenie dla przyszłego wyniku.
DOM	+	Oczekujemy bardzo dobrych wyników za 4Q'17 (przychody PLN 720m, zysk netto PLN 116m). Za cały rok 2017 oczekujemy zysku netto w wysokości PLN 187m, co będzie skutkowało wypłatą dywidendy w wysokości PLN 7.5 na akcję (DY 9%). W roku 2018 oczekujemy wzrostu przychodów o około 20% (do około PLN 1.7mld) oraz zysku netto do poziomu ok. PLN 240m (co przy założeniu stopy wypłaty dywidendy 100% oznacza DPS w wysokości PLN 9.65 i DY 11.5%).
DNP	+	775 sklepów w '17 i prognozowany rozwój sieci 20% rocznie. Szacujemy EBITDA na PLN 387.8m '17 i PLN 515.8m '18. Oczekujemy ustabilizowania się marży EBITDA na poziomie 8.8%. Aktualna wycena 25.6 P/E '18 i 16 EV/EBITDA '18 jest ambitna, ale adekwatna do dynamicznego rozwoju spółki, a w następnych latach stanie się coraz bardziej atrakcyjna. Cel 1200 sklepów na koniec '20 r. uważamy za niezagrażony.
EAH	+	Na przełomie 2-3Q'17 zakończony proces wydzielenia segmentu modowego (marka Eva Minge generowała PLN 8m straty EBIT w skali roku). W perspektywie '18 oczekujemy PLN 12.3m EBITDA, co daje atrakcyjną wycenę na 8.8 P/E i 6.3 EV/EBITDA w '18. Wysoka marża brutto 59% (ostatnie 4 kwartały bez segmentu odzieżowego) i dalsze plany jej podwyższenia. Jeden z liderów sprzedaży bielizny w PL. Sprzyjający poziom kursu USD/PLN. Sprzyjające czynniki dla branży odzieżowej.
ETL	+	10% DY i atrakcyjna wskaźnikowo wycena. Prognozujemy EBITDA '18 na poziomie PLN 15.8m co daje wycenę na 7.9 P/E '18 i 4.0 EV/EBITDA. Zakładamy płaską dynamikę przychodów 2018-2020. Warto podkreślić znaczący wzrost EPS i perspektywę dalszego, niewielkiego wzrostu w roku '18.
FKD	+	Na bazie zaktualizowanej prognozy na lata 2017-18 spodziewamy się bardzo mocnych wyników za 4Q'17 (przychody w wysokości PLN 8.5m; EBITDA ok. PLN 4m, zysk netto ok. PLN 3m), co znacząco wpłynie na poprawę wskaźników zadłużenia (DN/EBITDA na koniec roku powinien spaść do poziomu ok. 2.5x). Spółka obecnie trade'uje się po mnożnikach C/Z = 5.1x na '17 i 2.4x na '18. Sukcesywnie roluje zadłużenie na lepszych warunkach finansowania. Bieżący poziom backlogu na rok '18 to około PLN 24m (+26% rdr zakładając realizację prognozy) a w negocjacji są kolejne kontrakty do realizacji w latach 2018-19 na sumę ok. PLN 70m.
GLG	+	Spółka konsekwentnie realizuje strategię nakreśloną przez zarząd przy okazji zeszlorocznej emisji akcji. Obecnie spółka ma podpisaną pierwszą umowę na przeprowadzenie badania klinicznego dla cząsteczki GLG-801 przez Szpital Uniwersytecki w Krakowie. Oczekujemy pozytywnej decyzji URPL na przełomie marca i kwietnia i rozpoczęcia badań na początku drugiego kwartału. Z drugiej strony kurs w ostatnich miesiącach poddał się znaczącej korekcie.
GRI	+	Sprzedaż segmentu odzieżowego (Simple CP generowało ok. PLN -3,5m straty netto w skali roku) – wartość sprzedaży ok. PLN 45m. Prognozujemy EBITDA'18 na poziomie PLN 23,5m co skutkuje atrakcyjną wyceną 6.4 P/E '18 i 6.7 EV/EBITDA'18. Spadek DN '18 do 2,2x EBITDA. Sprzyjający poziom kursu USD/PLN. Sprzyjające czynniki dla branży odzieżowej.
IMS	+	Dobre szacunkowe wyniki za '17 (zysk netto 11% powyżej prognozy, EBIT 4% powyżej prognozy), które skutkują rekomendacją dot. wypłaty dywidendy w wysokości PLN 0.2 na akcję (DY 5.3%). WZA przeznaczyło PLN 2.5m (do 2% kapitalizacji) na skup akcji (PLN 150tys. w ramach pierwszej transzy, która kończy się 20go marca).
IST	+	Gramy pod pozytywną decyzję amerykańskiej Agencji Żywności i Leków (FDA) odnośnie certyfikacji urządzenia MEDRecorder. Spółka planuje sfinansowanie ekspansji w Stanach Zjednoczonych poprzez środki pozyskane z emisji obligacji (zatwierdzony program na sumę PLN 8m).
MON	+	Prognozujemy PLN 30.0m EBITDA przy wycenie 14.2 P/E '18 i 7.3 EV/EBITDA '18. Wysoka marża brutto (szacujemy 55,4% w '17). Planowane przejęcie marki Simple. Współpraca z Lidią Kalitą (dawną projektantką Simple) daje podstawy do uzdrowienia Simple i uzyskiwanie korzystnych synergii w średnim terminie. Sprzedaż działki (wartość bilansowa ok. PLN 50m, cena sprzedaży 10% działki – ok. PLN 11m). Współpraca z firmą Femestage i LK Designer Shops na zakup materiałów (przełoży się na wzrost marży, w przyszłości możliwe zaangażowanie kapitałowe). Sprzyjające czynniki dla branży odzieżowej.
QRS	+	Prognozujemy PLN 43.1m EBITDA i 35.5% marży EBITDA '18. przy wycenie 9.93 P/E '18 i 7.19 EV/EBITDA '18. Ponadto spodziewamy się corocznego BuyBacku który dodatkowo przełoży się na zwrot z inwestycji w papiery Quercusa.
SHD	+	Spółka jest w fazie negocjacji sprzedaży nieruchomości o powierzchni ok. 11.6tys. m2 (Fabryka PZO), co do których oczekujemy, że zamkną się z końcem marca, co pozwoli na uwolnienie i zamrożonego kapitału i kontynuację skupu akcji. W najbliższym czasie spółka rozpozna w wyniku przychody i zyski z projektów FENIKS i VERBEL (ok. 250 lokali).
SKH	+	Stopa wypłaty dywidendy 100%, optymalizacja kosztowa, rosnące aktywa pod zarządzaniem na trudnym rynku i atrakcyjne stopy zwrotu zarządzanych fundusz.
TIM	+	0.24 EV/S, 1.08 BVPS, skuteczny model e-commerce, silny wzrost produkcji budowlano-montażowej (34.7% w styczniu) i świetne wyniki sprzedaży za styczeń (28.6% r/r). TIM notuje wzrost rentowności a nasze prognozy są bardzo optymistyczne.
TXM	+	Pierwsze odreagowanie po niskich wynikach ostatnich kwartałów i po problemach z zatowarowaniem sklepów (wdrażanie nowego systemu ERP). W perspektywie '18 oczekujemy PLN 20.6m EBITDA, co daje atrakcyjną wycenę na 9.7 P/E i 5.6 EV/EBITDA w '18. Prognozujemy wzrost marży (zwiększenie udziału importu do 70% w przeciągu 1,5 roku). Sprzyjające czynniki dla branży odzieżowej. Wymiana członków zarządu.
WTN	+	Prognozujemy EBITDA '18 na poziomie PLN 42.5m co skutkuje wyceną 14.8 P/E '18 i 9.1 EV/EBITDA '18. Oczekujemy, iż panująca w Polsce koniunktura nadal będzie silnie wspierać wydatki konsumpcyjne na dobra luksusowe co powinno zdecydowanie wspierać wyniki spółki w następnych latach. Jednocześnie podkreślamy poziom zadłużenia 0.5 Dług Netto/EBITDA '18. i znaczący wpływ kursu USD/PLN na marżę w najbliższych kwartałach. Oczekujemy 3.9% DY.

Poniżej rynku

ACT	-	Należności do US i krytycznie oceniony przez wierzycieli plan restrukturyzacji. Prognoza zarządu przewiduje PLN 11.5m EBITDA '18 przy marży EBITDA 0.8%.
BAL	-	Wysokie wskaźniki wartości rynkowej kreujące się na poziomie 30.75 dla C/Z oraz 3.66 C/WK (sektorowe 17.5 dla C/Z oraz 1.75 dla C/WK). Wysokie poziom ogólnego zadłużenia - 0,89 oraz zadłużenia kapitałów własnych - 8,9 . Spółka również odnotowuje spadek marż r/r.
BRA	-	Gramy na minus jako zakład przeciwstawny do Infoscana (IST). Sprzedaż w 4Q'17 była słaba (34 urzędzenia; 1570 pakietów badań). W naszej ocenie tempo wzrostu sprzedaży jest zbyt wolne aby móc finansować ekspansję bez sięgania po środki zewnętrzne.
CIG	-	Brak bodźców dla wzrostu kursu w krótkim terminie (brak dużych premier). Wyniki sprzedaży gry Sniper 3 poniżej pierwotnych oczekiwań rynku.
EUR	-	Wyniki za 4Q'17 poniżej oczekiwań rynkowych, negatywny sentyment do Spółki (prawdopodobne opuszczenie indeksu WIG20 spowoduje zmniejszenie zainteresowania inwestorów zagranicznych). Spółka pomimo znaczącej przeceny wciąż nie jest tania (prognozowany przez nas wskaźnik EV/EBITDA na '18 wynosi 10x). Spadająca w okresie ostatnich 2 lat EBITDA powoduje spadek potencjału akwizycyjnego przy wykorzystaniu zadłużenia.
PRC	-	Mocne pogorszenie wyników w '17, ujemny wynik EBITDA (prognozujemy PLN -11m). Problemy płynnościowe (wysoki dług netto PLN 19.7m na koniec 3Q'17). Nieudana emisja nowych akcji o wartości ok. PLN 18m. Rozpoczęcie przeglądu opcji strategicznych lub zbycie aktywów spółki wraz z jednym z posiadanych znaków towarowych: Rage Age lub Próchnik.
GRN	-	Grodno przyjęło uchwałę dotyczącą upoważnienia zarządu do emisji do 10m nowych akcji w ramach kapitału docelowego, co ma za zadanie sfinansować m.in. wartość okolo PLN 27m transakcje akwizycji przedsiębiorstwa z branży elektro (Grodno ma podpisany list intencyjny, szacowana cena przejęcia 6x EV/EBITDA). Naszym zdaniem spółka może mieć problem z uplasowaniem emisji przy aktualnej wycenie rynkowej. Sądzymy, że papiery Grodna będą zachowywały się gorzej niż szeroki rynek.
HUB	-	Spadek przychodów (szacujemy w '17 -31% r/r). Ujemne wskaźniki rentowności. Spadek sprzedaży w głównym segmencie odzieżowym (szacujemy w '17 -12% r/r). Nierentowna gałąź e-commerce oraz zawieszenie oferty sprzedaży jej akcji. Problemy z płynnością. Częściowy wykup obligacji. Prognozujemy PLN 0.5m EBITDA '18 przy PLN -0.1m EBIT '18. Pomimo sprzyjającej koniunktury w branży odzieżowej spadek przychodów poprzez problemy płynnościowe.
LPP	-	Wysokie wskaźniki 32.5 P/E '18 i 18 EV/EBITDA '18 czynią wycenę wymagającą. Na + poprawa marż (głównie ze względu na kurs USD/PLN) i silną ekspansję międzynarodową. Przy obecnej wycenie spodziewamy się ponadto 0.9% DY . Oczekujemy niewielkiego osłabienia kursu i jego stabilizacji.
LTS	-	Pomimo niezaprzeczalnych synergii płynących z konsolidacji państwowych gigantów, uważamy, że kurs Lotosu będzie fluktuował w okolicach bieżącej ceny rynkowej. Oczekujemy wezwania na 66% akcji po cenie minimalnej (max PLN 60), na które odpowie Skarb Państwa, który posiada 53.19% udziału w kapitale zakładowym.
MIR	-	Spadające przychody (ok. PLN 20m w '17 vs. 32m w '16), wyraźnie ujemna EBITDA za '17 (szacujemy ok. PLN 4m) przy bardzo dużym zadłużeniu (PLN 21m długu netto na koniec 3Q'17). Plan naprawczy zakłada inwestycje rzędu PLN 10m (na które na dzień dzisiejszy nie ma pokrycia w bilansie). Zakładamy, że restrukturyzacja będzie wymagać kolejnych emisji (tym bardziej, że zakładana rentowność operacyjna w '18 będzie bliska zero).
SNX	-	Pomimo poprawy sprzedaży (+40% r/r w '17 wg szacunków Spółki), rentowność biznesu pozostaje niska i nie pozwala jak dotąd na generowanie znaczących nadwyżek w przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej (rosnące należności). Przy zadłużeniu rzędu PLN 11.6m na koniec 3Q'17 powoduje, iż oceniamy inwestycję w spółkę jako ryzykowną.
SOL	-	Spadek przychodów od 4 lat. Gorsze wyniki 4Q'17 , szacujemy przychody – 7% r/r. Niska rentowność EBITDA oraz ujemne wskaźniki rentowności netto i EBIT . Nieatrakcyjne kolekcje ubrań. Prognozujemy PLN 0.5m EBITDA '18 przy PLN -1.4m EBIT '18 . Niestosowanie się do zalecenia KNF z lutego 2017 r. w sprawie konsolidacji spółki zajmującej się produkcją (wpływ konsolidacji na EBIT w 3Q'17 PLN -0.8m).

Niniejszy raport został przygotowany przez Polski Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej PDM). Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem: 01 marca 2018 r., 17:10. Dystrybucja niniejszego raportu: 01 marca 2018 r., 17:15. Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Niniejszy raport został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie PDM. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji PDM uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę PDM na dzień jego wydania. PDM jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.). Nadzór nad PDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, Pl. Powstańców Warszawy 1, 00-950 Warszawa.

PDM, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów – klientów detalicznych i profesjonalnych PDM. Żadna część raportu nie może być rozpowszechniana, reprodukowana lub przekazywana w jakiegokolwiek formie bez uprzedniej pisemnej zgody PDM. W PDM obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami PDM, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne PDM. W uzasadnionych przypadkach PDM tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy PDM S.A. otrzymywał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług inwestycyjnych na rzecz GLG Pharma, Miraculum, Hubstyle, Fabryki Konstrukcji Drewnianych stosownie do podpisanych umów.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy PDM, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta.

Historyczne rekomendacje są dostępne na stronie www.polskidm.com.pl