

czwartek, 6 kwietnia 2017 | opracowanie cykliczne

# Komentarz poranny

## Rynek akcji, Polska

Departament Analiz:

Michał Marczak +48 22 438 24 01  
Michał Konarski +48 22 438 24 05

Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02  
Paweł Szpigel +48 22 438 24 06

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03  
Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

Piotr Zybala +48 22 438 24 04

|         |          |        |           |          |        |              |         |        |
|---------|----------|--------|-----------|----------|--------|--------------|---------|--------|
| DJIA    | 20 648,2 | -0,20% | FTSE 100  | 7 331,7  | +0,13% | Miedź (LME)  | 5 895,0 | +2,00% |
| S&P 500 | 2 353,0  | -0,31% | WIG20     | 2 253,6  | +0,64% | Ropa (Brent) | 53,13   | -0,49% |
| NASDAQ  | 5 864,5  | -0,58% | BUX       | 32 405,1 | +1,42% | USD/PLN      | 3,9710  | -0,23% |
| DAX     | 12 217,5 | -0,53% | PX        | 980,8    | -0,03% | EUR/PLN      | 4,2338  | -0,34% |
| CAC 40  | 5 091,9  | -0,18% | PLBonds10 | 3,434    | -1,20% | EUR/USD      | 1,0663  | -0,10% |

## Informacje ze spółek i sektorów

### Banki

#### Wyliczenia KNF dotyczące kredytów walutowych zbliżone do poprzednich

Podczas śródowej konferencji po posiedzeniu RPP prezes NBP Adam Glapiński, zapytany o wyliczenia KNF w sprawie skutków finansowych projektów ustaw dotyczących kredytów walutowych, odpowiedział, iż są one zbliżone do poprzednich, czyli trochę wyższe od szacunków banku centralnego. Ponadto, w nawiązaniu do styczniowych ogólnych rekomendacji KSF, szef NBP zapowiedział, że w czwartek zostanie ustalona z kancelarią prezydenta data konferencji, w trakcie której przedstawione zostaną rozwiązania dla frankowiczów, które przygotowała specjalna grupa robocza. Regulacje mają skłonić banki do tego, żeby restrukturyzowały kredyty na drodze dobrowolnych umów z kredytobiorcami. **W październiku 2016 roku Komisja Nadzoru Finansowego w opinii do przedstawionego przez prezydenta projektu ustawy o zasadach zwrotu niektórych należności wynikających z umów kredytu i pożyczki podała, iż łączne koszty dla sektora bankowego wynikające z jej implementacji wyniosłyby 9,3 mld PLN. Z kolei, Narodowy Bank Polski wskazał, że koszty wdrożenia ewentualnej ustawy dla banków będą wyższe niż szacowane przez projektodawców i według jego wyliczeń mogą one ponad dwa razy przekroczyć prognozy z uzasadnienia do projektu ustawy, gdzie wskazano kwotę 3,6-4,0 mld PLN. Uważamy, że koszty ustawy spreadowej na poziomie 7-9 mld PLN nie są obecnie ujęte przez konsensus. (M. Konarski, M. Polańska)**

### Paliwa

#### Spadek zapasów paliw w USA

Zapasy ropy w USA wzrosły o 1,6 mln baryłek podczas gdy rynek zakładał spadek o 0,15 mln baryłek. Odchylenie było spowodowane saldem na eksporcie. Rafinerie w tym czasie zwiększyły wykorzystanie mocy przerobowych z 89,3% do 90,8%. W efekcie zapasy benzyny spadły mniej niż oczekiwał konsensus (-0,6 mln baryłek vs -1,75 mln baryłek). Podobna sytuacja miała miejsce w przypadku średnich destylatów. Zapotrzebowanie na benzynę spadło w relacji do poprzedniego tygodnia o niecałe 3%, ale dzięki ostatnim lepszym odczytom dynamika r/r za ostatni miesiąc wynosi -0,6%. **Dane z rynku benzyny do tej pory wspierały mocno marże na tym paliwie, co budowało modelową marżę rafineryjną. Jeśli w kolejnych tygodniach powrócą słabsze odczyty popytowe to może brakować wsparcia dla rentowności przerobu. Zwracamy uwagę, że dyferencjał Ural/Brent po szybkim wzroście do 3 USD/Bbl, spadł już do 2,1 USD/Bbl. (K. Kliszcz)**

### PKN Orlen

Sprzedaj- z dn. 20.12.16  
Cena docelowa: 66,13 PLN

#### Umowa z BOP na sprzedaż propylenu

Orlen podpisał z Basell Orlen Polyolefins umowę na sprzedaż propylenu z instalacji metatezy od 2H'18. Roczna wartość umowy sięga 350 mln PLN przy wolumenie 100 tys. ton. **Informacja neutralna. (K. Kliszcz)**

### Energetyka

#### Indeks cen mialów ARP płaski m/m

ARP podała, że średnia cena mialów węglowych w lutym wyniosła 8,93 PLN/GJ vs 8,92 PLN/GJ zanotowane w styczniu. **(K. Kliszcz)**

### Tauron

Trzymaj z dn. 05.04.17  
Cena docelowa: 3,03 PLN

#### Szczegóły zaangażowania PFR w kwietniu

Tauron oczekuje, że szczegóły zaangażowania Polskiego Funduszu Rozwoju w projekt Jaworzno III będą znane w kwietniu. **Na razie w naszym modelu nie zakładamy rozwodnienia capex związanego z ewentualnym wejściem PFR do projektu. (K. Kliszcz)**

### Media

#### Wyniki sprzedaży dzienników w lutym

Średnia sprzedaż ogółem „Faktu” (Ringier Axel Springer Polska) w lutym 2017 roku wyniosła 279 933 egz., czyli mniej o 9,3% R/R. Z trzeciej na drugą pozycję ze sprzedażą ogółem wynoszącą 131 711 egz. awansował „Super Express” (ZPR Media). Jego wynik jednak zmniejszył się o 8,0%. Na ostatnią lokatę podium spadła „Gazeta Wyborcza” (Agora). Jej średni wynik poszedł w dół najbardziej w zestawieniu - o 21,4% do 119 717 egz. **Duże spadki (większe niż w 2016 r.)**

wyniku dziennika Agory drugi miesiąc z rzędu. Informacje mogą negatywnie wpływać na sentyment do spółki, z drugiej strony powinny one motywować Zarząd spółki do kolejnych cięć kosztów. (P. Szpigiel)

#### Rynek miedzi

##### Strajk w Southern Copper coraz bliżej

Związki zawodowe kopalni Southern Copper (Toquepala oraz Cuajone) w Peru planują rozpoczęcie strajku od 12 kwietnia. Łącznie oba projekty wydobywają 300 tys. ton miedzi rocznie. (J. Szkopek)

#### Rynek maszyn górnictw

##### Komatsu finalizuje przejęcie Joy Global

Komatsu i Joy Global poinformowały w dniu wczorajszej o finalizacji przejęcia, jakie ogłoszone zostało w 2016 roku. Komatsu w związku z akwizycją planuje zmienić nazwę Joy Globam na Komatsu Mining. (J. Szkopek)

#### Rynek kauczuków

##### ICIS o cenach butadienu

Ceny butadienu w Azji spadły w kwietniu odo 1800 USD/t, a kontrakty na kwiecień zostały zrolowane na 1750 USD/t. ICIS zauważa wysokie stany magazynowe w Azji, co przekłada się na ograniczenie transakcji spotowych. <http://bit.ly/2oLomzh> (J. Szkopek)

#### Alumetal

##### Rekomendacja zarządu w sprawie dywidendy

Zarząd Alumetalu rekomenduje wypłatę 44,9 mln PLN dywidendy, czyli 2,92 PLN na akcję, z zysku za 2016 rok. - podała spółka w komunikacie. Proponowanym dniem dywidendy jest 24 maja, a terminem jej wypłaty 7 czerwca. Kurs Alumetalu w środę na zamknięciu wynosił 61,45 zł, co oznacza stopę dywidendy na poziomie 4,8%. **W naszych prognozach zakładaliśmy wypłatę dywidendy na poziomie 2.98 PLN/akcja.** (J. Szkopek)

#### Synthos

Sprzedaj - z dn. 17.01.17  
Cena docelowa: 3,72 PLN

##### Rekomendacja zarządu w sprawie dywidendy, skup akcji

Akcjonariusze Synthosu zdecydują o upoważnieniu zarządu do przeprowadzenia skupu akcji własnych - wynika z projektów uchwał na ZZW zwołane na 8 maja. Na kapitał rezerwowy, z którego mają pochodzić środki na buyback, ma zostać przekazane łącznie 1,75 mld PLN. Skup akcji własnych w celu ich umorzenia ma być prowadzony do czasu wyczerpania środków zgromadzonych jako kapitał rezerwowo z przeznaczeniem na wypłatę dywidendy, zaliczki na poczet dywidendy, na nabycie akcji własnych w celu umorzenia. Jednocześnie walne zgromadzenie zdecyduje o zmianie przeznaczenia kapitału rezerwowego utworzonego z przeznaczeniem na wypłatę dywidendy lub zaliczki na poczet dywidendy w kwocie 392,7 mln PLN na kapitał rezerwowo z przeznaczeniem na wypłatę dywidendy, zaliczki na poczet dywidendy, na nabycie akcji własnych w celu umorzenia. Zgodnie z projektami uchwał na ten kapitał ma także trafić zysk netto za 2016 rok oraz niepodzielone zyski z lat ubiegłych. Jednocześnie zarząd rekomenduje, by na nie przeznaczać na dywidendę za 2016 rok więcej niż wypłacona w grudniu 701,3 mln PLN (0,53 PLN na akcję) zaliczka na poczet dywidendy. **W naszych prognozach na 2017 rok zakładaliśmy, że Synthos mógłby wypłacić jeszcze 0,17 PLN/akcja (225,8 mln PLN) dywidendy z kapitałów rezerwowych. Bieżąca kapitalizacja Synthosu wynosi ok. 7,32 mld PLN, a 62,5% akcji spółki kontroluje Michał Sołowow. Jeśli skup akcji byłby prowadzony przy bieżących cenach, to przeznaczone na ten cen środki mogłyby pozwolić na zmniejszenie free-float z 37,5% obecnie do 13,6%.** (J. Szkopek)

#### Atal

##### Sprzedaż mieszkań w 1Q'17

Atal sprzedał w 1Q'17 676 mieszkań, czyli więcej rdr o 34 proc. Najwięcej umów deweloperskich podpisano w Krakowie (183), następnie w Warszawie (152), Wrocławiu (132), Katowicach (86), Łodzi (76), Poznaniu (25) i Trójmieście (22). W całym 2016 roku grupa sprzedała 2.436 lokali wobec 1.690 lokali w roku 2015. **Sprzedaż spółki w 1Q'17 oceniamy pozytywnie. Wynik Atalu jest zbliżony do najlepszych sprzedażowo, jak do tej pory, 2Q'16 i 4Q'16. Z punktu widzenia sprzedaży nie widzimy ryzyka dla realizacji naszych prognoz ZN'17=166 mln PLN, ZN'18=188 mln PLN.** (P. Zybała)

#### Echo Investment

Kupuj - z dn. 25.01.17  
Cena docelowa: 6,64 PLN

##### Sprzedaż i przekazania mieszkań w 1Q'17

Grupa Echo Investment sprzedała 1Q'17 umowami przedwstępny 259 mieszkań, co oznacza wzrost rdr o 76 proc. Grupa podała też, że zawarła w I kwartale z klientami 90 umów ostatecznych, przenoszących własność mieszkania, podczas gdy rok wcześniej było to 46 umów. W ofercie spółki znajduje się aktualnie ponad 1.060 mieszkań. W 1Q'17 roku spółka rozpoczęła budowę 491 mieszkań. Do końca 2017 roku Echo planuje rozpocząć budowę i sprzedaż dziesięciu inwestycji z 1.277 mieszkaniami. **Nominalnie wyniki Echo są bardzo dobre. Efektywność sprzedaży nieco przekracza 30%. Osiągnięte wyniki mogą być podstawą do podniesienia naszych prognoz segmentu mieszkaniowego w 2018 r., tym bardziej że plany, dotyczące wprowadzania nowych inwestycji do oferty, przewyższają nasze założenia.** (P. Zybała)

#### P.A. Nova

##### Kontrakt na 19 mln PLN

P.A. Nova otrzymała od Kaufland Polska Markety Sp. z o.o. Sp.k. zlecenie wykonania zadania za cenę netto 19,1 mln PLN. **Wiadomość pozytywna. Zlecenie stanowi równowartość 15% prognozowanych przez nas rocznych przychodów segmentu budowlanego.** (P. Zybała)

**Robyg**

Kupuj – z dn. 27.01.16  
Cena docelowa: 3,95 PLN

**Przekazania mieszkań w 1Q'17**

Szacunkowa liczba lokali uznanych w przychodach w 1Q'17 przez spółki z Grupy Kapitałowej ROBYG S.A. (wraz z jednostkami współkontrolowanymi przez Grupę) wynosi około 320 lokali. Największy udział w liczbie uznanych lokali miały następujące projekty: Lawendowe Wzgórze i Stacja Nowy Gdańsk łącznie około 50%, Young City około 15%, Królewski Park około 5%, Osiedle Kameralne około 5%, Słoneczna Morena około 5%, Mila Baltica około 5%. **Liczba przekazanych jest niższa r/r o 43%, co zapowiada spadek wyników finansowych w 1Q'17. Wiadomość bez wpływu na naszą roczną prognozę. (P. Zybala)**

**Ronson****Sprzedaż mieszkań w 1Q'17**

Ronson sprzedał w 1Q'17 260 lokali, czyli więcej rdr o 26 proc. Liczba przekazanych w tym okresie lokali to 296 wobec 105 rok wcześniej. "W wyniku bardzo dobrego tempa sprzedaży, na koniec I kwartału 2017 r. w naszej ofercie znajdowało się już tylko 670 lokali. Naszym celem jest natomiast utrzymywanie oferty na poziomie między 800 a 1100 mieszkań, dlatego też w najbliższych miesiącach planujemy uruchomienie nowych inwestycji" - powiedział Andrzej Gutowski, dyrektor sprzedaży i marketingu Ronson Development. Spółka zamierza w tym roku wprowadzić do sprzedaży łącznie ponad 1000 lokali w ramach siedmiu inwestycji. **Sprzedaż, podobnie jak w spółkach konkurencyjnych prezentuje się bardzo dobrze. Niepokoić może natomiast istotny spadek oferty na koniec marca, który może odbić się na sprzedaży 2Q, jeżeli nowe inwestycje nie będą szybko uruchomione. (P. Zybala)**

**Monnari****Kontynuacja słabych wyników sprzedażowych w III'17**

Sprzedaż spółki wyniosła 17,3 mln PLN w III'17 i była na takim samym poziomie R/R. W 1Q'17 sprzedaż zwiększyła się o 2,7% R/R do 51,8 mln PLN. Według naszych szacunków powierzchnia sprzedażowa zwiększyła się o 16,7% R/R do 31,5 tys. mkw. na koniec III'17, co w zestawieniu z tempem poprawy sprzedaży implikuje istotne zmniejszenie sprzedaży porównywalnej (podobnie jak w poprzednich miesiącach). **Wyniki sprzedażowe są słabe, podobnie jak w poprzednich miesiącach. Brak poprawy sprzedaży w III'17 jest niepokojące, ponieważ może świadczyć o złym przyjęciu nowej kolekcji. Jednocześnie dynamie w III'17 powinien sprzyjać efekt bazy (+6,1% R/R w III'16), co nie miało miejsca w miesiącach I-II'17 (odpowiednio baza wynosiła 31,9%/30,1% w I-II'16). Niska dynamika sprzedaży może być kontynuowana w kolejnych miesiącach. (P. Bogusz)**

**TXM**

Kupuj – z dn. 09.03.17  
Cena docelowa: 6,95 PLN

**Niskie zatowarowanie sklepów wpłynęło na sprzedaż w III'17**

Sprzedaż zmniejszyła się o 10% R/R do 25 mln PLN w III'17 (w 1Q'17 sprzedaż wzrosła o 1% R/R do 72 mln PLN). Sprzedaż w kanale internetowym wzrosła o 3% R/R do 0,6 mln PLN (w 1Q'17 wzrost o 15% R/R do 1,9 mln PLN). Na koniec 1Q'17 sieć składała się z 406 sklepów własnych o łącznej powierzchni 102,7 tys. mkw. (+29% R/R). Znacznie niższa dynamika sprzedaży R/R w porównaniu z tempem poprawy sprzedaży implikuje dwucyfrowy spadek sprzedaży porównywalnej. **Niska sprzedaż spółki w III'17 wynikała (podobnie jak w I-II'17) głównie z problemów związanych z wdrożeniem nowego systemu SAP klasy ERP (efektywnie znacznie niższe od optymalnego zatowarowanie sklepów). Zgodnie z komentarzem zarządu, problem został rozwiązany w drugiej połowie III'17, a wyższa dynamika sprzedaży powinna powrócić w IV'17. Biorąc powyższe pod uwagę oceniamy wyniki neutralnie. (P. Bogusz)**

**Pozostałe wiadomości ze spółek****Altus TFI**

Altus Agent Transferowy, spółka zależna Altus TFI, podpisała BPH PBK Zarządzanie Funduszami warunkową umowę zakupu 100% akcji BPH TFI. Warunkiem umowy jest uzyskanie zgody UOKiK oraz braku sprzeciwu KNF w terminie do 31 sierpnia 2017 r.

**Alumetal**

Wyniki za 4Q'16

| (mln PLN)    | wyniki | kons. | różnica | r/r   | q/q    | YTD'16 | r/r    |
|--------------|--------|-------|---------|-------|--------|--------|--------|
| Przychody    | 316,8  | 328,5 | -3,6%   | -6,3% | 6,0%   | 1271,8 | -11,8% |
| EBITDA       | 25,2   | 24,3  | 3,7%    | 0,9%  | 4,7%   | 115,9  | 8,7%   |
| EBIT         | 18,2   | 17,4  | 4,8%    | -7,5% | -0,4%  | 92,7   | 7,3%   |
| Zysk netto   | 16     | 15,8  | 1,5%    | *     | -13,8% | 89,9   | 20,4%  |
| marża EBITDA | 8,0%   | 7,4%  | 0,55    | 0,57  | -0,1   | 9,11%  | 1,72   |
| marża EBIT   | 5,7%   | 5,3%  | 0,45    | -0,08 | -0,37  | 7,29%  | 1,3    |
| marża netto  | 5,1%   | 4,8%  | 0,25    | -0,44 | -1,16  | 7,07%  | 1,89   |

\*Alumetal rozpoznał aktywo z tytułu niewykorzystanych ulg w podatku dochodowym, czego skutkiem było zmniejszenie skonsolidowanego zysku netto za '15 o 2,92 mln PLN, a za '16 o 2,14 mln PLN. Wartość aktywa na koniec '16 wyceniono na 38,36 mln PLN.

Zarząd rekomenduje wypłatę 2,92 PLN DPS z zysku za '16; ustalenie 24 maja, wypłata 7 czerwca.

## Auto Partner

Auto Partner do końca '17 otworzy jeszcze ok. 6-7 filii w kraju i jedną za granicą, w Czechach. W kolejnych latach spółka chce otwierać po ok. 10 filii rocznie.

Pięciu akcjonariuszy Auto Partner chce w ABB sprzedać do 10,7% ogólnej liczby głosów.

## Bowim

Wywiad z wiceprezesem:

- sytuacja na rynku produktów stalowych i hutniczych jest stabilna, ale nie można wykluczyć spadków cen w kolejnej części roku
- spółka z "z delikatnym optymizmem" ocenia sytuację podaży-popytu w kolejnych okresach
- do poprawy otoczenia makroekonomicznego przyczyniło się wprowadzenie cła na chińskie i rosyjskie produkty ze stali

## Chiny

PMI dla usług w marcu: 52,2 pkt. vs oczekiwane 53,2 pkt.

## Deweloperzy

Sprzedaż mieszkań przez deweloperów w 1Q'17

|                       | 1Q'17 | 1Q'16 | r/r     |
|-----------------------|-------|-------|---------|
| Archicom              | 366   | 215   | 70,20%  |
| Atal                  | 676   | 506   | 33,60%  |
| Budimex Nieruchomości | 392   | 317   | 23,70%  |
| Dom Development       | 806   | 615   | 31,10%  |
| Echo Investment       | 259   | 147   | 76,20%  |
| i2 Development        | 117   | 99    | 18,20%  |
| Inpro                 | 134   | 124   | 8,10%   |
| Lokum Deweloper       | 117   | 172   | -32,00% |
| Marvipol              | 180   | 169   | 6,50%   |
| Polnord *             | 335   | 276   | 21,40%  |
| Robyg                 | 937   | 727   | 28,90%  |
| Ronson                | 260   | 206   | 26,20%  |
| Vantage Development   | 253   | 250   | 1,20%   |
| Wikana                | 65    | 51    | 27,50%  |
| Suma                  | 4897  | 3877  | 26,30%  |

## Energa

Liczba spółek w Grupie Energa spadnie o kilkanaście, firma szuka też oszczędności – prezes.

## Energetyka

Średnia cena kontraktu na dostawę energii na TGE w marcu spadła do 147,63 PLN/MWh.

ME: Latem zostaną przeprowadzone stress-testy polskiej energetyki.

## Erbud

Wywiad z prezesem:

- obecny portfel zamówień daje w '17 szanse na wyższe przychody r/r (1,799 mln PLN w '16); aktualny backlog spółki ma wartość ok. 2 mld PLN, z czego 1,6 mld przypada na '17
- pozycja gotówkowa spółki wynosi 160 mln PLN, co jest historycznie najwyższym poziomem
- zamówienia publiczne wciąż mają niewielki udział w działalności Erbudu; spółka liczy jednak na wzrost w tym segmencie dzięki większej liczbie ogłaszanych przez GDDKiA przetargów

## Exorigo-Upos

WZA zatwierdziło 0,51 PLN DPS z zysku za '16; ustalenie 12 kwietnia, wypłata 27 kwietnia.

## Francja

PMI w usługach w marcu: 57,5 pkt. vs prognozowane 58,5 pkt.

## Górnictwo

ARP: W lutym ceny węgla energetycznego na krajowym rynku były najwyższe od ponad roku.

## Integer

Aviva OFE posiada 3m17% kapitału zakładowego spółki vs 5,01% przed dokonaniem zmiany.

## Japonia

Indeks zaufania konsumentów: 43,9 pkt. vs prognozowane 43,5.

## JSW

Ceny australijskiego węgla koksowego wzrosły 187,50 USD/t (6,1%).

## MPL Group

MLP Group nabył nieruchomość w miejscowości Unna w Niemczech za 6,45 mln EUR. Na zakupionym gruncie ma powstać park logistyczny. Spółka spodziewa się pierwszych najemców w '18.

## Niemcy

PMI w usługach w marcu: 55,6 pkt. vs oczekiwane 55,6 pkt.

## PGNiG

Wicepremier Morawiecki rozmawiał z amerykańskim sekretarzem energii Rickiem Perrym o eksporcie gazu do Polski, zachęcał też, by wraz z obniżką kosztów technologii wiertniczej amerykańskie firmy ponownie zainteresowały się inwestycjami w Polsce w wydobywanie gazu łupkowego (Dziennik Gazeta Prawna).

|                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|----------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Polska</b>              | <p>RPP pozostawiła stopy proc. NBP na niezmienionym poziomie, referencyjna 1,50%.</p> <p>Glapiński: Do końca '17 stopy pozostaną bez zmian, w '18 raczej nie ma przesłanek do podwyżek. Inflacja w '18 ustabilizuje się średnio na poziomie 2,0%.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Strefa Euro</b>         | <p>PMI w usługach w marcu: 56,0 pkt. vs prognozowane 56,5 pkt.</p> <p>PMI composite w marcu: 56,4 pkt. vs prognozowane 56,7 pkt.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>The Farm 51</b>         | mBank posiada 4,9% ogólnej liczby głosów vs 5,03% przed dokonaniem zmiany.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Ursus</b>               | <p>Wywiad z prezesem:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ursus chce w '17 wydać ok. 10 mln EUR na inwestycje oraz ewentualne akwizycje</li> <li>- spółka w horyzoncie najbliższych 3 lat rozważa budowę fabryki, której początkowe koszty szacuje na ok. 15 mln EUR</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>USA</b>                 | <p>PMI w sektorze usług w marcu: 52,8 pkt. vs oczekiwane 53,1 pkt. oraz 53,8 pkt. poprzednio.</p> <p>PMI composite w marcu: 53 pkt. vs 54,1 pkt. poprzednio.</p> <p>W firmach w USA przybyło w marcu 263 tys. miejsc pracy vs prognozowane 185 tys. - ADP Employer Services.</p> <p>Indeks ISM aktywności w usługach w marcu: 55,2 pkt. vs oczekiwane 57 pkt. oraz 57,6 pkt. poprzednio.</p> <p>Minutes Fed: Większość członków Fed opowiedziało się w trakcie marcowego posiedzenia za rozpoczęciem redukcji sumy bilansowej w dalszej części roku. Zmniejszenie sumy bilansowej ma przebiegać w przewidywalny sposób.</p> |
| <b>USA, Ropa</b>           | <p>Zapasy paliw w USA wg DoE:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ropa: 535,54 mln baryłek (+1,57 mln baryłek vs oczekiwane -0,150 mln baryłek)</li> <li>- Destylaty: 152,37 mln baryłek (-0,536 mln baryłek)</li> <li>- Benzyna: 239,1 mln baryłek (-0,618 mln baryłek)</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Wielka Brytania</b>     | PMI w usługach w marcu: 55,0 pkt. vs oczekiwane 53,4 pkt. - Chartered Institute.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Wielka Brytania, UE</b> | PE przegłosował rezolucję, w której określa warunki, na jakich zgodzi się na porozumienie o wystąpieniu Wielkiej Brytanii z UE; PE oczekuje wywiązania się Londynu ze zobowiązań finansowych.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Wielton</b>             | <p>Założenia do '20:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Wielton planuje wzrost przychodów do '20 do 2,4 mld PLN przy rentowności EBITDA na poziomie 8%</li> <li>- CAPEX w latach '17-'20 ma wynieść łącznie 160 mln PLN</li> <li>- spółka chce przeznaczać na dywidendę 25-30% zysku netto</li> <li>- realizacja strategii ma opierać się na rozwoju organicznym i akwizycjach</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>ZUE</b>                 | Obecny backlog ZUE ma wartość ok. 846 mln PLN , a przewidywana wartość wynagrodzenia dla spółki z przetargów, w których spółka złożyła najlepsze oferty (samodzielnie lub w konsorcjum) wynosi ok. 1,2 mld PLN.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>ZUE, Budimex</b>        | Konsorcjum ZUE, Budimeksu oraz Strabaga podpisało z PKP PLK umowę na wykonanie prac w obszarze LCS Kutno., Wartość kontraktu wynosi 560 mln PLN, z czego na ZUE przypada 233 mln PLN.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |



## Kalendarium makro

### Czwartek, 6 kwietnia 2017

| Czas  | Region  | Dane                                         | Okres      | Prognoza             | Poprzednia wartość     |
|-------|---------|----------------------------------------------|------------|----------------------|------------------------|
| 01:50 | Japonia | Zagraniczne inwestycje w obligacje japońskie | 1 kwietnia |                      | -1923,70 mld           |
| 01:50 | Japonia | Zagraniczne inwestycje w akcje japońskie     | 1 kwietnia |                      | -754,30 mld            |
| 01:50 | Japonia | Japońskie inwestycje w zagraniczne obligacje | 1 kwietnia |                      | 151,60 mld             |
| 01:50 | Japonia | Japońskie inwestycje w zagraniczne akcje     | 1 kwietnia |                      | 294,00 mld             |
| 08:00 | Niemcy  | Zamówienia w przemyśle                       | Luty       | 3,90% m/m; 3,70% r/r | -7,40% m/m; -0,90% r/r |
| 14:30 | USA     | Osób pobierających zasiłek dla bezrobotnych  | 25 marca   |                      | 2052,00 tys.           |
| 14:30 | USA     | Nowozarejestrowani bezrobotni                | 1 kwietnia | 200,00 tys.          | 258,00 tys.            |
| 16:30 | USA     | Zapasy gazu ziemnego                         | 1 kwietnia |                      | 2049 mld               |

### Piątek, 7 kwietnia 2017

| Czas  | Region  | Dane                                              | Okres  | Prognoza | Poprzednia wartość        |
|-------|---------|---------------------------------------------------|--------|----------|---------------------------|
| 01:50 | Japonia | Rezerwy walutowe                                  | Marzec |          | 1232,30 mld               |
| 08:00 | Niemcy  | Bilans obrotów bieżących                          | Luty   |          | 12,80 mld                 |
| 08:00 | Niemcy  | Eksport, Import                                   | Luty   |          | 103,80 mld; 85,30 mld     |
| 08:00 | Niemcy  | Produkcja przemysłowa                             | Luty   |          | 2,80% m/m                 |
| 08:00 | Niemcy  | Produkcja przemysłowa                             | Luty   |          | 0,00% r/r                 |
| 08:00 | Niemcy  | Bilans handlu zagranicznego                       | Luty   |          | 18,50 mld                 |
| 08:45 | Francja | Bilans obrotów kapitałowych; bieżących            | Luty   |          | 0,00 mld; -7,00 mld       |
| 08:45 | Francja | Eksport, Import                                   | Luty   |          | 37,19 mld; 45,13 mld      |
| 08:45 | Francja | Bilans obrotów finansowych                        | Luty   |          | -29,20 mld                |
| 08:45 | Francja | Produkcja przemysłowa                             | Luty   |          | -1,00% m/m; 1,30% r/r     |
| 08:45 | Francja | Produkcja manufakturowa                           | Luty   |          | -0,30% m/m; -0,40% r/r    |
| 08:45 | Francja | Bilans handlu zagranicznego                       | Luty   |          | -7,94 mld                 |
| 10:30 | UK      | Eksport, Import                                   | Luty   |          | 49,40 mld; 51,37 mld      |
| 10:30 | UK      | Produkcja przemysłowa                             | Luty   |          | -0,40% m/m; 3,20% r/r     |
| 10:30 | UK      | Produkcja manufakturowa                           | Luty   |          | -0,90% m/m; 2,70% r/r     |
| 10:30 | UK      | Bilans handlu zagranicznego bez UE                | Luty   |          | -2,45 mld                 |
| 10:30 | UK      | Bilans handlu zagranicznego                       | Luty   |          | -1,97 mld                 |
| 10:30 | UK      | Bilans handlu zagranicznego z UE                  | Luty   |          | -10,83 mld                |
| 14:30 | USA     | Średnia płaca godzinowa                           | Marzec |          | 26,09                     |
| 14:30 | USA     | Średnia tygodniowa liczba godzin pracy            | Marzec |          | 34,40                     |
| 14:30 | USA     | Zmiana zatrudnienia w przemyśle; w sekt. Pozarol. | Marzec |          | 28 tys. m/m; 235 tys. m/m |
| 14:30 | USA     | Stopa bezrobocia                                  | Marzec |          | 4,70%                     |
| 16:00 | USA     | Zapasy hurtowników                                | Luty   |          | -0,20% m/m; 2,20% r/r     |
| 16:00 | USA     | Sprzedaż hurtowników                              | Luty   |          | -0,10% m/m; 8,40% r/r     |
| 21:00 | USA     | Kredyt konsumencki                                | Luty   |          | 8,79 mld                  |
|       | Niemcy  | Rezerwy walutowe                                  | Marzec |          | 184,67 mld                |
|       | Francja | Rezerwy walutowe                                  | Marzec |          | 144,97 mld                |
|       | Polska  | Rezerwy walutowe                                  | Marzec |          | 110,81 mld                |
|       | Japonia | Indeks wskaźników wyprzedzających (P)             | Luty   |          | 104,90                    |

### Poniedziałek, 10 kwietnia 2017

| Czas  | Region  | Dane                                   | Okres    | Prognoza | Poprzednia wartość    |
|-------|---------|----------------------------------------|----------|----------|-----------------------|
| 01:50 | Japonia | Bilans obrotów kapitałowych; bieżących | Luty     |          | -23,50 mld; 65,50 mld |
| 01:50 | Japonia | Bilans obrotów finansowych             | Luty     |          | -1535,10 mld          |
| 08:30 | Francja | Indeks sentymentu w biznesie           | Marzec   |          | 104                   |
| 10:30 | UE      | Indeks Sentix                          | Kwiecień |          | 20,70                 |

### Wtorek, 11 kwietnia 2017

| Czas  | Region | Dane                              | Okres    | Prognoza                        | Poprzednia wartość     |
|-------|--------|-----------------------------------|----------|---------------------------------|------------------------|
| 10:30 | UK     | Bazowa inflacja CPI; Inflacja CPI | Marzec   | 2,00% r/r; 0,60% m/m; 2,30% r/r |                        |
| 10:30 | UK     | PPI kupna (NSA)                   | Marzec   |                                 | -0,40% m/m; 19,10% r/r |
| 10:30 | UK     | PPI sprzedaży (NSA)               | Marzec   |                                 | 0,20% m/m; 3,70% r/r   |
| 11:00 | UE     | Produkcja przemysłowa             | Luty     |                                 | 0,09% m/m; 0,06% r/r   |
| 11:00 | Niemcy | ZEW Bieżąca sytuacja              | Kwiecień |                                 | 77,30                  |
| 11:00 | UE     | ZEW Bieżąca sytuacja              | Kwiecień |                                 | 7,40                   |
| 11:00 | Niemcy | ZEW Sentyment ekonomiczny         | Kwiecień |                                 | 12,80                  |
| 11:00 | UE     | ZEW Sentyment ekonomiczny         | Kwiecień |                                 | 25,60                  |
| 14:00 | Polska | Inflacja CPI                      | Marzec   |                                 | 0,30% m/m              |

### Środa, 12 kwietnia 2017

| Czas  | Region | Dane                | Okres  | Prognoza | Poprzednia wartość   |
|-------|--------|---------------------|--------|----------|----------------------|
| 02:30 | Chiny  | CPI                 | Marzec |          | 0,80% r/r            |
| 02:30 | Chiny  | PPI                 | Marzec |          | 7,80% r/r            |
| 10:30 | UK     | Stopa bezrobocia    | Luty   |          | 4,70%                |
| 14:30 | USA    | Eksport             | Marzec |          | 0,30% m/m; 3,10% r/r |
| 14:30 | USA    | Indeks cen importu  | Marzec |          | 0,20% m/m; 4,60% r/r |
| 15:00 | Polska | Bazowa inflacja CPI | Marzec |          | 0,10% m/m; 0,30% r/r |
| 20:00 | USA    | Budżet rządowy      | Marzec |          | -192,00 mld          |

## Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

| Spółka               | Rekomendacja | Data<br>wydania | Cena w dniu<br>wydania | Cena<br>docelowa | Cena<br>bieżąca | Wzrost /<br>Spadek | P/E   |      | EV/EBITDA |      |
|----------------------|--------------|-----------------|------------------------|------------------|-----------------|--------------------|-------|------|-----------|------|
|                      |              |                 |                        |                  |                 |                    | 2017  | 2018 | 2017      | 2018 |
| Banki                |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |
| ALIOR BANK           | kupuj        | 2017-03-16      | 71,97                  | 90,00            | 72,83           | +23,6%             | 23,2  | 10,9 |           |      |
| BZ WBK               | redukuj      | 2017-01-27      | 355,00                 | 332,34           | 350,00          | -5,0%              | 15,7  | 13,0 |           |      |
| GETIN NOBLE BANK     | trzymaj      | 2017-03-01      | 2,02                   | 2,14             | 1,81            | +18,2%             | 9,6   | 5,0  |           |      |
| HANDLOWY             | akumuluj     | 2017-01-27      | 79,48                  | 85,00            | 79,88           | +6,4%              | 18,8  | 14,8 |           |      |
| ING BSK              | redukuj      | 2017-04-05      | 171,00                 | 152,39           | 172,00          | -11,4%             | 15,3  | 13,6 |           |      |
| MILLENNIUM           | redukuj      | 2017-04-05      | 6,67                   | 5,81             | 6,60            | -12,0%             | 12,6  | 11,1 |           |      |
| PEKAO                | akumuluj     | 2017-04-05      | 134,60                 | 146,10           | 135,90          | +7,5%              | 15,8  | 15,1 |           |      |
| PKO BP               | redukuj      | 2017-03-01      | 33,28                  | 31,20            | 33,80           | -7,7%              | 14,4  | 12,7 |           |      |
| KOMERCNI BANKA       | akumuluj     | 2017-01-27      | 892,60                 | 1 011,37 CZK     | 946,60          | +6,8%              | 14,0  | 12,7 |           |      |
| ERSTE BANK           | kupuj        | 2017-01-27      | 28,60                  | 35,98 EUR        | 30,10           | +19,6%             | 10,5  | 9,3  |           |      |
| OTP BANK             | akumuluj     | 2017-03-01      | 8 450                  | 9 031,25 HUF     | 8 202           | +10,1%             | 10,3  | 9,4  |           |      |
| Ubezpieczyciele      |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |
| PZU                  | kupuj        | 2017-01-27      | 35,50                  | 44,63            | 36,38           | +22,7%             | 13,4  | 9,4  |           |      |
| Usługi finansowe     |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |
| KRUK                 | redukuj      | 2017-01-27      | 249,15                 | 219,64           | 254,00          | -13,5%             | 16,8  | 14,8 |           |      |
| PRIME CAR MANAGEMENT | kupuj        | 2017-01-27      | 34,91                  | 46,43            | 29,96           | +55,0%             | 8,7   | 7,8  |           |      |
| SKARBIEC HOLDING     | kupuj        | 2017-01-27      | 29,10                  | 46,28            | 30,19           | +53,3%             | 7,6   | 6,6  |           |      |
| Paliwa, Chemia       |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |
| CIECH                | trzymaj      | 2017-03-24      | 81,00                  | 82,00            | 80,23           | +2,2%              | 11,8  | 15,2 | 7,1       | 8,1  |
| GRUPA AZOTY          | trzymaj      | 2017-01-26      | 70,41                  | 73,90            | 69,40           | +6,5%              | 16,1  | 15,4 | 7,5       | 7,1  |
| LOTOS                | sprzedaj     | 2017-03-01      | 48,63                  | 36,27            | 54,25           | -33,1%             | 17,0  | 13,3 | 8,3       | 6,2  |
| MOL                  | redukuj      | 2016-12-20      | 20 620                 | 18 970 HUF       | 20 460          | -7,3%              | 12,2  | 10,4 | 5,2       | 4,7  |
| PGNIG                | kupuj        | 2017-02-27      | 6,12                   | 7,25             | 6,03            | +20,2%             | 11,3  | 9,2  | 4,7       | 4,0  |
| PKN ORLEN            | sprzedaj     | 2016-12-20      | 87,17                  | 66,13            | 105,10          | -37,1%             | 13,0  | 16,6 | 7,9       | 8,6  |
| POLWAX               | kupuj        | 2017-01-13      | 16,60                  | 25,95            | 15,33           | +69,3%             | 6,4   | 6,6  | 5,5       | 6,5  |
| SYNTHOS              | sprzedaj     | 2017-01-17      | 5,30                   | 3,72             | 5,53            | -32,7%             | 15,2  | 20,0 | 9,6       | 11,4 |
| Energetyka           |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |
| CEZ                  | akumuluj     | 2017-03-01      | 450,50                 | 496,80 CZK       | 430,00          | +15,5%             | 14,4  | 14,0 | 6,7       | 6,5  |
| ENEA                 | sprzedaj     | 2017-03-01      | 10,67                  | 8,81             | 11,50           | -23,4%             | 7,4   | 6,3  | 4,9       | 4,0  |
| ENERGA               | trzymaj      | 2017-01-27      | 10,20                  | 9,20             | 10,60           | -13,2%             | 8,6   | 8,0  | 4,7       | 4,7  |
| PGE                  | trzymaj      | 2016-10-04      | 10,18                  | 10,63            | 11,50           | -7,6%              | 9,5   | 9,0  | 5,2       | 5,2  |
| TAURON               | trzymaj      | 2017-04-05      | 3,35                   | 3,03             | 3,31            | -8,5%              | 5,9   | 5,6  | 4,9       | 5,1  |
| Telekomunikacja      |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |
| NETIA                | akumuluj     | 2017-01-27      | 4,58                   | 4,90             | 4,60            | +6,5%              | -     | -    | 4,7       | 5,1  |
| ORANGE POLSKA        | kupuj        | 2017-03-09      | 4,67                   | 6,90             | 4,61            | +49,7%             | 599,4 | 51,8 | 4,6       | 4,4  |
| Media                |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |
| AGORA                | akumuluj     | 2017-01-27      | 12,90                  | 13,90            | 14,51           | -4,2%              | -     | -    | 6,7       | 6,6  |
| CYFROWY POLSAT       | redukuj      | 2017-01-27      | 24,65                  | 22,30            | 24,50           | -9,0%              | 16,8  | 14,0 | 7,3       | 7,0  |
| WIRTUALNA POLSKA     | akumuluj     | 2017-01-27      | 56,60                  | 61,00            | 54,90           | +11,1%             | 21,0  | 17,2 | 11,9      | 10,0 |
| IT                   |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |
| ASSECO POLAND        | redukuj      | 2017-02-24      | 55,81                  | 53,00            | 53,56           | -1,0%              | 14,1  | 13,7 | 6,5       | 6,1  |
| CD PROJEKT           | sprzedaj     | 2017-01-26      | 59,63                  | 43,40            | 73,30           | -40,8%             | 48,2  | 47,9 | 35,3      | 34,8 |
| COMARCH              | akumuluj     | 2017-03-01      | 204,80                 | 205,00           | 225,00          | -8,9%              | 22,7  | 19,2 | 9,6       | 8,8  |
| Przemysł i metale    |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |
| FAMUR                | zawieszona   | 2016-11-30      | 4,22                   | -                | 5,20            | -                  | -     | -    | -         | -    |
| KERNEL               | trzymaj      | 2017-01-27      | 76,75                  | 73,90            | 73,00           | +1,2%              | 5,6   | 6,1  | 4,3       | 4,1  |
| KĘTY                 | trzymaj      | 2017-01-27      | 416,80                 | 387,90           | 399,05          | -2,8%              | 15,1  | 15,3 | 10,4      | 9,8  |
| KGHM                 | akumuluj     | 2017-04-05      | 120,10                 | 132,22           | 128,50          | +2,9%              | 7,7   | 8,4  | 4,9       | 5,0  |
| STELMET              | akumuluj     | 2017-01-27      | 32,30                  | 33,80            | 28,01           | +20,7%             | 14,4  | 11,2 | 9,6       | 7,6  |
| UNIWHEELS            | akumuluj     | 2017-01-27      | 236,00                 | 258,00           | 235,70          | +9,5%              | 10,4  | 10,2 | 8,2       | 8,3  |
| Budownictwo          |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |
| BUDIMEX              | akumuluj     | 2017-01-27      | 217,00                 | 238,40           | 251,85          | -5,3%              | 16,0  | 18,0 | 8,4       | 9,9  |
| ELEKTROBUDOWA        | trzymaj      | 2017-04-05      | 139,90                 | 146,00           | 137,00          | +6,6%              | 13,3  | 14,1 | 7,2       | 7,3  |
| ERBUD                | trzymaj      | 2017-04-05      | 32,98                  | 33,50            | 32,97           | +1,6%              | 13,3  | 13,0 | 5,7       | 5,4  |
| UNIBEP               | akumuluj     | 2017-03-01      | 12,59                  | 12,80            | 13,99           | -8,5%              | 11,8  | 12,2 | 8,0       | 8,1  |
| Deweloperzy          |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |
| CAPITAL PARK         | kupuj        | 2017-01-25      | 6,30                   | 8,09             | 6,52            | +24,1%             | 46,5  | 8,5  | 122,9     | 14,2 |
| DOM DEVELOPMENT      | akumuluj     | 2017-01-27      | 64,94                  | 72,50            | 71,80           | +1,0%              | 10,8  | 10,5 | 8,3       | 8,2  |
| ECHO                 | kupuj        | 2017-01-25      | 5,69                   | 6,64             | 5,83            | +13,9%             | 10,7  | 8,6  | 12,5      | 10,6 |
| GTC                  | akumuluj     | 2017-01-25      | 8,65                   | 9,59             | 8,50            | +12,8%             | 7,5   | 11,0 | 10,1      | 14,1 |
| ROBYG                | kupuj        | 2017-01-27      | 3,00                   | 3,95             | 3,36            | +17,6%             | 10,9  | 6,8  | 11,9      | 6,8  |
| Handel               |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |
| AMREST               | akumuluj     | 2017-01-27      | 347,00                 | 367,00           | 341,00          | +7,6%              | 29,3  | 21,7 | 11,6      | 9,1  |
| CCC                  | trzymaj      | 2017-03-01      | 225,50                 | 219,00           | 235,00          | -6,8%              | 23,7  | 19,2 | 16,6      | 13,7 |
| EUROCASH             | kupuj        | 2017-01-27      | 39,90                  | 46,20            | 31,60           | +46,2%             | 17,3  | 13,2 | 8,2       | 6,5  |
| JERONIMO MARTINS     | akumuluj     | 2017-01-27      | 15,66                  | 16,90 EUR        | 16,68           | +1,3%              | 22,8  | 20,6 | 11,6      | 10,7 |
| LPP                  | sprzedaj     | 2017-04-05      | 6 635                  | 5 300            | 6 502           | -18,5%             | 25,7  | 19,5 | 14,3      | 11,4 |
| TXM                  | kupuj        | 2017-03-09      | 5,50                   | 6,95             | 5,40            | +28,7%             | 10,6  | 8,6  | 7,3       | 6,1  |
| Inne                 |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |
| PBKM                 | akumuluj     | 2017-04-05      | 60,50                  | 70,00            | 60,89           | +15,0%             | 10,4  | 8,7  | 7,1       | 6,0  |
| WORK SERVICE         | zawieszona   | 2016-12-06      | 10,17                  | -                | 9,50            | -                  | -     | -    | -         | -    |

**Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej (2017-04-05)**

|                                   | Cena   | 2016        | P/E<br>2017 | 2018        | 2016       | ROE<br>2017 | 2018       | 2016       | P/BV<br>2017 | 2018       | 2016        | DY<br>2017  | 2018        |
|-----------------------------------|--------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|--------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>POLSKIE BANKI</b>              |        |             |             |             |            |             |            |            |              |            |             |             |             |
| Alior Bank                        | 72,8   | 11,9        | 23,2        | 10,9        | 13%        | 6%          | 12%        | 1,5        | 1,4          | 1,2        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| BZ WBK                            | 350,0  | 16,0        | 15,7        | 13,0        | 11%        | 10%         | 11%        | 1,8        | 1,5          | 1,4        | 6,5%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Getin Noble Bank                  | 1,81   | -           | 9,6         | 5,0         | -1%        | 4%          | 6%         | 0,3        | 0,3          | 0,3        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Handlowy                          | 79,9   | 17,3        | 18,8        | 14,8        | 9%         | 8%          | 10%        | 1,5        | 1,5          | 1,5        | 5,9%        | 5,8%        | 5,3%        |
| ING BSK                           | 172,0  | 17,9        | 15,3        | 13,6        | 12%        | 12%         | 12%        | 2,1        | 1,7          | 1,5        | 2,5%        | 0,0%        | 1,6%        |
| Millennium                        | 6,6    | 11,4        | 12,6        | 11,1        | 10%        | 9%          | 9%         | 1,2        | 1,0          | 0,9        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Pekao                             | 135,9  | 15,6        | 15,8        | 15,1        | 10%        | 10%         | 10%        | 1,6        | 1,5          | 1,5        | 6,2%        | 6,4%        | 6,1%        |
| PKO BP                            | 33,8   | 14,7        | 14,4        | 12,7        | 9%         | 8%          | 9%         | 1,3        | 1,1          | 1,0        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>                    |        | <b>15,6</b> | <b>15,5</b> | <b>12,8</b> | <b>10%</b> | <b>8%</b>   | <b>10%</b> | <b>1,5</b> | <b>1,5</b>   | <b>1,3</b> | <b>1,2%</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> |
| <b>INWESTORZY POLSKICH BANKÓW</b> |        |             |             |             |            |             |            |            |              |            |             |             |             |
| BCP                               | 0,18   | -           | 16,5        | 8,3         | -1%        | 4%          | 6%         | 0,4        | 0,6          | 0,6        | 0,0%        | 0,0%        | 1,6%        |
| Citigroup                         | 59,6   | 12,6        | 11,5        | 10,2        | 6%         | 7%          | 7%         | 0,8        | 0,8          | 0,7        | 0,7%        | 1,4%        | 1,9%        |
| Commerzbank                       | 8,4    | 13,6        | 19,5        | 12,4        | 2%         | 2%          | 2%         | 0,4        | 0,4          | 0,4        | 0,0%        | 0,0%        | 0,2%        |
| ING                               | 14,0   | 12,0        | 11,4        | 10,9        | 9%         | 9%          | 10%        | 1,1        | 1,1          | 1,0        | 4,8%        | 5,0%        | 5,2%        |
| KBC                               | 61,9   | 11,6        | 12,1        | 11,8        | 15%        | 13%         | 13%        | 1,7        | 1,5          | 1,5        | 4,8%        | 4,8%        | 5,0%        |
| Santander                         | 5,7    | 13,2        | 12,5        | 11,5        | 7%         | 7%          | 8%         | 0,9        | 0,9          | 0,8        | 3,5%        | 3,7%        | 3,9%        |
| UCI                               | 14,1   | -           | 12,8        | 9,3         | -13%       | 6%          | 6%         | 0,4        | 0,6          | 0,6        | 0,0%        | 1,7%        | 2,8%        |
| <b>Mediana</b>                    |        | <b>12,6</b> | <b>12,5</b> | <b>10,9</b> | <b>6%</b>  | <b>7%</b>   | <b>7%</b>  | <b>0,8</b> | <b>0,8</b>   | <b>0,7</b> | <b>0,7%</b> | <b>1,7%</b> | <b>2,8%</b> |
| <b>ZAGRANICZNE BANKI</b>          |        |             |             |             |            |             |            |            |              |            |             |             |             |
| Erste Bank*                       | 30,1   | 10,2        | 10,5        | 9,3         | 11%        | 10%         | 10%        | 1,0        | 1,0          | 0,9        | 1,7%        | 3,3%        | 3,1%        |
| Komerční Banka*                   | 947    | 13,1        | 14,0        | 12,7        | 13%        | 12%         | 12%        | 1,7        | 1,6          | 1,5        | 6,5%        | 4,2%        | 4,3%        |
| OTP*                              | 8 202  | 10,8        | 10,3        | 9,4         | 15%        | 14%         | 14%        | 1,5        | 1,4          | 1,3        | 2,2%        | 2,7%        | 2,8%        |
| Banco Popular Espanol             | 0,80   | -           | 28,7        | 6,8         | -22%       | 2%          | 4%         | 0,3        | 0,3          | 0,3        | 0,0%        | 0,4%        | 1,9%        |
| Deutsche Bank                     | 15,5   | 14,4        | 14,7        | 9,5         | -3%        | 2%          | 4%         | 0,4        | 0,5          | 0,5        | 0,0%        | 0,7%        | 2,4%        |
| Sberbank                          | 168,10 | 7,2         | 5,9         | 5,4         | 20%        | 20%         | 20%        | 1,3        | 1,1          | 1,0        | 2,8%        | 3,7%        | 4,8%        |
| VTB Bank                          | 0,07   | 22,3        | 11,2        | 9,6         | 3%         | 6%          | 8%         | 0,8        | 0,7          | 0,7        | 1,5%        | 1,5%        | 3,0%        |
| Piraeus Bank                      | 0,17   | -           | 6,5         | 3,4         | 0%         | 3%          | 5%         | 0,2        | 0,2          | 0,2        | 0,0%        | 0,0%        | 1,8%        |
| Alpha Bank                        | 1,69   | 36,7        | 8,4         | 4,7         | 1%         | 4%          | 6%         | 0,3        | 0,3          | 0,3        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| National Bank of Greece           | 0,25   | -           | 8,6         | 5,3         | 0%         | 4%          | 6%         | 0,3        | 0,3          | 0,3        | 0,0%        | 0,0%        | 1,2%        |
| Eurobank Ergasias                 | 0,56   | 7,1         | 6,3         | 3,4         | 3%         | 3%          | 6%         | 0,2        | 0,2          | 0,2        | 0,0%        | 0,0%        | 1,6%        |
| Akbank                            | 8,65   | 7,4         | 7,0         | 6,2         | 16%        | 15%         | 14%        | 1,1        | 1,0          | 0,8        | 2,6%        | 2,5%        | 3,3%        |
| Türkiye Garanti Bank              | 9,03   | 7,8         | 6,8         | 5,7         | 15%        | 15%         | 16%        | 1,1        | 0,9          | 0,8        | 1,9%        | 2,3%        | 2,5%        |
| Türkiye Halk Bank                 | 10,37  | 4,6         | 4,1         | 3,6         | 14%        | 14%         | 14%        | 0,6        | 0,5          | 0,5        | 1,9%        | 1,9%        | 2,7%        |
| Türkiye Vakıflar Bankası          | 5,52   | 5,8         | 6,3         | 5,0         | 13%        | 10%         | 12%        | 0,7        | 0,6          | 0,6        | 0,8%        | 0,8%        | 0,8%        |
| Yapi ve Kredi Bankası             | 3,90   | 5,8         | 5,5         | 4,8         | 12%        | 11%         | 12%        | 0,7        | 0,6          | 0,5        | 0,4%        | 0,4%        | 0,8%        |
| <b>Mediana</b>                    |        | <b>7,8</b>  | <b>7,7</b>  | <b>5,6</b>  | <b>11%</b> | <b>10%</b>  | <b>11%</b> | <b>0,7</b> | <b>0,6</b>   | <b>0,5</b> | <b>1,1%</b> | <b>1,1%</b> | <b>2,5%</b> |

**Wycena spółek ubezpieczeniowych (2017-04-05)**

|                           | Cena  | 2016        | P/E<br>2017 | 2018        | 2016      | ROE<br>2017 | 2018       | 2016       | P/BV<br>2017 | 2018       | 2016        | DY<br>2017  | 2018        |
|---------------------------|-------|-------------|-------------|-------------|-----------|-------------|------------|------------|--------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>     |       |             |             |             |           |             |            |            |              |            |             |             |             |
| PZU                       | 36,4  | 16,0        | 13,4        | 9,4         | 15%       | 17%         | 22%        | 2,4        | 2,2          | 2,0        | 5,7%        | 3,4%        | 6,0%        |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b> |       |             |             |             |           |             |            |            |              |            |             |             |             |
| Vienna Insurance G.       | 22,8  | 10,6        | 10,6        | 10,3        | 6%        | 6%          | 6%         | 0,6        | 0,6          | 0,6        | 3,3%        | 3,7%        | 4,0%        |
| Uniq                      | 7,2   | 19,4        | 10,6        | 9,9         | 5%        | 7%          | 7%         | 0,7        | 0,7          | 0,7        | 6,7%        | 7,1%        | 7,4%        |
| Aegon                     | 4,7   | 10,3        | 7,4         | 7,1         | 3%        | 6%          | 6%         | 0,5        | 0,5          | 0,4        | 5,6%        | 5,8%        | 6,0%        |
| Allianz                   | 172,0 | 11,5        | 11,0        | 10,5        | 10%       | 10%         | 10%        | 1,1        | 1,1          | 1,1        | 4,3%        | 4,6%        | 4,8%        |
| Aviva                     | 5,3   | 10,6        | 9,8         | 9,2         | 10%       | 11%         | 11%        | 1,3        | 1,3          | 1,2        | 4,4%        | 4,9%        | 5,3%        |
| AXA                       | 23,7  | 10,3        | 9,8         | 9,4         | 8%        | 8%          | 9%         | 0,8        | 0,8          | 0,8        | 4,9%        | 5,1%        | 5,4%        |
| Baloise                   | 136,9 | 12,7        | 12,0        | 11,7        | 9%        | 9%          | 9%         | 1,1        | 1,1          | 1,0        | 3,8%        | 4,0%        | 4,1%        |
| Assicurazioni Generali    | 14,5  | 10,4        | 9,8         | 9,3         | 9%        | 9%          | 9%         | 0,9        | 0,9          | 0,9        | 5,4%        | 5,8%        | 6,1%        |
| Helvetia                  | 548,0 | 13,5        | 11,6        | 10,6        | 9%        | 10%         | 11%        | 1,1        | 1,1          | 1,0        | 3,7%        | 4,2%        | 4,6%        |
| Mapfre                    | 3,2   | 13,4        | 11,9        | 11,1        | 9%        | 9%          | 10%        | 1,1        | 1,0          | 1,0        | 4,1%        | 4,6%        | 5,0%        |
| RSA Insurance             | 5,9   | 17,0        | 13,9        | 11,9        | 10%       | 12%         | 13%        | 1,6        | 1,6          | 1,6        | 2,5%        | 3,5%        | 4,6%        |
| Zurich Financial          | 265,5 | 12,0        | 11,8        | 10,9        | 10%       | 11%         | 12%        | 1,2        | 1,3          | 1,2        | 6,4%        | 6,5%        | 6,8%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>11,7</b> | <b>10,8</b> | <b>10,4</b> | <b>9%</b> | <b>9%</b>   | <b>10%</b> | <b>1,1</b> | <b>1,1</b>   | <b>1,0</b> | <b>4,3%</b> | <b>4,8%</b> | <b>5,2%</b> |

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich oraz zagranicznych oznaczonych gwiazdką, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych



## Wycena spółek rafineryjnych i gazowych (2017-04-05)

|                    | Cena   | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY   |      |      |
|--------------------|--------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|------|
|                    |        | 2016      | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016         | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 |
| SPÓŁKI RAFINERYJNE |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Lotos              | 54,3   | 5,1       | 8,3  | 6,2  | 0,7  | 0,6  | 0,5  | 9,9  | 17,0 | 13,3 | 14%          | 7%   | 8%   | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| MOL                | 20 460 | 4,8       | 5,2  | 4,7  | 0,8  | 0,7  | 0,6  | 8,0  | 12,2 | 10,4 | 17%          | 13%  | 13%  | 2,6% | 2,8% | 2,9% |
| PKN Orlen          | 105,1  | 5,3       | 7,9  | 8,6  | 0,6  | 0,5  | 0,4  | 8,5  | 13,0 | 16,6 | 12%          | 6%   | 5%   | 1,9% | 2,3% | 2,7% |
| HollyFrontier      | 26,9   | 11,2      | 6,4  | 5,4  | 0,7  | 0,6  | 0,5  | 53,2 | 16,6 | 10,8 | 6%           | 9%   | 10%  | 4,9% | 5,0% | 5,0% |
| Tesoro             | 78,8   | 7,6       | 5,7  | 5,0  | 0,6  | 0,5  | 0,5  | 19,3 | 14,0 | 11,3 | 8%           | 8%   | 10%  | 2,7% | 2,9% | 3,1% |
| Valero Energy      | 65,1   | 6,9       | 5,8  | 5,2  | 0,5  | 0,4  | 0,4  | 17,7 | 13,0 | 10,5 | 7%           | 7%   | 7%   | 3,7% | 4,3% | 4,6% |
| Marathon Petroleum | 49,4   | 10,1      | 8,1  | 7,2  | 0,7  | 0,6  | 0,6  | 25,3 | 16,9 | 13,2 | 7%           | 7%   | 8%   | 2,8% | 3,0% | 3,2% |
| Phillips 66        | 77,6   | 11,8      | 9,0  | 7,5  | 0,6  | 0,4  | 0,4  | 25,3 | 17,3 | 12,3 | 5%           | 5%   | 6%   | 3,1% | 3,4% | 3,7% |
| Tupras             | 85,1   | 9,8       | 6,8  | 6,9  | 0,8  | 0,5  | 0,5  | 14,3 | 9,0  | 8,7  | 8%           | 8%   | 7%   | 5,7% | 8,3% | 8,4% |
| OMV                | 38,6   | 5,5       | 5,1  | 4,9  | 1,0  | 0,8  | 0,7  | 11,7 | 13,7 | 12,5 | 17%          | 16%  | 15%  | 2,6% | 3,0% | 3,1% |
| Neste Oil          | 37,5   | 7,4       | 8,4  | 8,2  | 0,9  | 0,8  | 0,8  | 12,6 | 14,2 | 14,1 | 13%          | 9%   | 9%   | 3,2% | 3,4% | 3,4% |
| Hellenic Petroleum | 5,2    | 4,7       | 4,8  | 5,3  | 0,5  | 0,4  | 0,4  | 6,9  | 7,1  | 8,1  | 10%          | 8%   | 7%   | 3,7% | 6,0% | 5,2% |
| Saras SpA          | 1,8    | 3,3       | 3,4  | 3,8  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 10,1 | 10,8 | 13,0 | 7%           | 6%   | 5%   | 5,2% | 4,9% | 4,5% |
| Motor Oil          | 16,4   | 4,3       | 4,7  | 5,0  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 7,9  | 9,0  | 10,1 | 8%           | 6%   | 6%   | 4,9% | 5,1% | 5,2% |
| Mediana            |        | 6,2       | 6,1  | 5,4  | 0,7  | 0,5  | 0,5  | 12,1 | 13,3 | 11,8 | 8%           | 8%   | 7%   | 3,2% | 3,4% | 3,5% |
| SPÓŁKI GAZOWE      |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| A2A SpA            | 1,4    | 6,9       | 7,0  | 6,7  | 1,6  | 1,5  | 1,4  | 13,8 | 13,0 | 12,3 | 23%          | 21%  | 21%  | 3,5% | 4,6% | 5,0% |
| Centrica           | 217,2  | 6,5       | 6,3  | 6,1  | 0,6  | 0,6  | 0,5  | 13,3 | 13,1 | 12,1 | 9%           | 9%   | 9%   | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Enagas             | 24,2   | 12,0      | 10,8 | 11,0 | 8,8  | 7,8  | 7,9  | 13,8 | 13,0 | 13,5 | 73%          | 72%  | 72%  | 5,7% | 6,0% | 6,3% |
| Endesa             | 22,1   | 8,4       | 8,3  | 8,3  | 1,4  | 1,4  | 1,4  | 17,0 | 17,2 | 17,2 | 17%          | 17%  | 17%  | 6,0% | 6,0% | 6,1% |
| Engie              | 13,3   | 5,8       | 6,0  | 6,1  | 1,0  | 1,0  | 0,9  | 13,3 | 13,8 | 13,1 | 16%          | 16%  | 15%  | 7,5% | 5,3% | 5,3% |
| Gas Natural SDG    | 20,4   | 8,0       | 8,1  | 7,8  | 1,7  | 1,7  | 1,6  | 15,4 | 15,2 | 14,1 | 21%          | 21%  | 20%  | 4,9% | 4,9% | 5,1% |
| Hera SpA           | 2,6    | 7,2       | 6,9  | 6,8  | 1,4  | 1,3  | 1,3  | 19,7 | 18,2 | 17,9 | 19%          | 19%  | 19%  | 3,4% | 3,6% | 3,6% |
| Snam SpA           | 4,0    | 12,8      | 12,5 | 12,3 | 10,2 | 9,9  | 9,8  | 17,2 | 15,5 | 15,0 | 80%          | 79%  | 80%  | 5,2% | 5,5% | 5,5% |
| PGNiG              | 6,0    | 5,9       | 4,7  | 4,0  | 1,1  | 0,9  | 0,8  | 14,8 | 11,3 | 9,2  | 18%          | 20%  | 20%  | 3,0% | 4,0% | 5,3% |
| BP                 | 465,2  | 6,3       | 4,6  | 4,1  | 0,7  | 0,5  | 0,5  | 31,7 | 16,2 | 13,0 | 11%          | 12%  | 13%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Eni                | 15,2   | 6,9       | 4,5  | 3,8  | 1,3  | 1,0  | 1,0  | -    | 23,6 | 16,1 | 19%          | 23%  | 26%  | 5,3% | 5,3% | 5,3% |
| Gazprom            | 130,7  | 3,8       | 3,5  | 3,1  | 0,9  | 0,8  | 0,8  | 3,5  | 3,9  | 3,2  | 23%          | 24%  | 25%  | 6,1% | 6,0% | 7,2% |
| NovaTek            | 733,3  | 12,9      | 10,7 | 9,9  | 4,4  | 4,1  | 3,8  | 8,8  | 12,4 | 10,8 | 35%          | 38%  | 38%  | 2%   | 2%   | 3%   |
| ROMGAZ             | 30,6   | 5,3       | 4,8  | 4,5  | 2,7  | 2,6  | 2,5  | 12,1 | 10,8 | 10,2 | 52%          | 53%  | 54%  | 6,7% | 7,2% | 7,7% |
| Shell              | 24,8   | 8,4       | 6,0  | 5,4  | 1,2  | 1,0  | 0,9  | 25,6 | 15,0 | 12,1 | 14%          | 16%  | 17%  | 8,1% | 7,9% | 8,1% |
| Statoil            | 150,6  | 35,0      | 22,6 | 20,5 | 10,8 | 8,7  | 8,0  | -    | 16,7 | 13,6 | 31%          | 38%  | 39%  | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| Total              | 48,0   | 7,7       | 5,8  | 5,2  | 1,3  | 1,0  | 0,9  | 16,3 | 13,1 | 11,4 | 16%          | 17%  | 17%  | 5,5% | 5,5% | 5,6% |
| Mediana            |        | 7,2       | 6,3  | 6,1  | 1,4  | 1,3  | 1,3  | 14,8 | 13,8 | 13,0 | 19%          | 21%  | 20%  | 5,2% | 5,3% | 5,3% |

## Wycena spółek energetycznych (2017-04-05)

|                     | Cena   | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY    |      |      |
|---------------------|--------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|-------|------|------|
|                     |        | 2015      | 2016 | 2017 | 2015 | 2016 | 2017 | 2015 | 2016 | 2017 | 2015         | 2016 | 2017 | 2015  | 2016 | 2017 |
| SPÓŁKI ENERGETYCZNE |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |       |      |      |
| EDF                 | 7,7    | 4,1       | 4,7  | 4,3  | 0,9  | 0,9  | 0,9  | 5,7  | 10,8 | 10,0 | 22%          | 20%  | 22%  | 10,2% | 5,2% | 5,3% |
| EDP                 | 3,2    | 8,5       | 8,4  | 8,4  | 2,1  | 2,0  | 2,0  | 12,5 | 11,3 | 12,1 | 24%          | 24%  | 24%  | 6,0%  | 6,0% | 6,0% |
| Endesa              | 22,1   | 8,4       | 8,3  | 8,3  | 1,4  | 1,4  | 1,4  | 17,0 | 17,2 | 17,2 | 17%          | 17%  | 17%  | 6,0%  | 6,0% | 6,1% |
| Enel                | 4,4    | 6,6       | 6,5  | 6,2  | 1,3  | 1,4  | 1,3  | 13,7 | 12,5 | 11,2 | 20%          | 21%  | 21%  | 4,1%  | 5,0% | 6,0% |
| EON                 | 7,3    | 9,0       | 8,8  | 8,8  | 1,2  | 1,1  | 1,1  | 17,1 | 11,6 | 11,8 | 13%          | 13%  | 13%  | 3,0%  | 3,9% | 4,3% |
| Fortum              | 13,1   | 10,6      | 9,6  | 9,4  | 3,2  | 2,9  | 2,8  | 20,9 | 18,6 | 18,1 | 30%          | 30%  | 30%  | 5,8%  | 6,3% | 5,3% |
| Iberdola            | 6,7    | 9,8       | 9,3  | 8,8  | 2,4  | 2,4  | 2,3  | 16,3 | 15,3 | 14,3 | 24%          | 25%  | 26%  | 4,5%  | 4,7% | 5,0% |
| National Grid       | 1012,5 | 11,2      | 11,1 | 11,5 | 4,0  | 3,9  | 3,9  | 16,4 | 15,9 | 15,5 | 36%          | 35%  | 34%  | 0,0%  | 0,0% | 0,0% |
| Red Electrica       | 18,2   | 10,0      | 9,7  | 9,5  | 7,7  | 7,5  | 7,3  | 15,3 | 14,7 | 13,9 | 76%          | 77%  | 77%  | 4,7%  | 5,0% | 5,4% |
| RWE                 | 15,5   | 6,9       | 6,7  | 6,9  | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 13,9 | 10,0 | 10,4 | 11%          | 12%  | 12%  | 1,0%  | 3,2% | 3,4% |
| SSE                 | 1485,0 | 10,0      | 9,8  | 9,5  | 0,7  | 0,8  | 0,8  | 12,7 | 12,2 | 12,3 | 7%           | 8%   | 8%   | 0,0%  | 0,0% | 0,0% |
| Verbund             | 16,4   | 9,3       | 11,3 | 12,4 | 3,2  | 3,3  | 3,3  | 17,3 | 19,9 | 23,5 | 34%          | 29%  | 27%  | 1,7%  | 1,5% | 1,6% |
| CEZ                 | 430,0  | 6,7       | 6,7  | 6,5  | 1,9  | 1,9  | 1,8  | 16,2 | 14,4 | 14,0 | 29%          | 28%  | 28%  | 9,3%  | 6,5% | 5,5% |
| PGE                 | 11,5   | 3,6       | 5,2  | 5,2  | 0,9  | 1,1  | 1,1  | 8,4  | 9,5  | 9,0  | 26%          | 21%  | 21%  | 2,2%  | 2,1% | 2,6% |
| Tauron              | 3,3    | 4,3       | 4,9  | 5,1  | 0,8  | 0,9  | 1,0  | 15,8 | 5,9  | 5,6  | 19%          | 19%  | 19%  | 0,0%  | 0,0% | 0,0% |
| Enea                | 11,5   | 4,4       | 4,9  | 4,0  | 0,9  | 1,0  | 1,0  | 6,5  | 7,4  | 6,3  | 21%          | 21%  | 24%  | 0,0%  | 0,0% | 0,0% |
| Energia             | 10,6   | 4,5       | 4,7  | 4,7  | 0,9  | 0,9  | 0,8  | 29,1 | 8,6  | 8,0  | 20%          | 18%  | 18%  | 4,6%  | 2,3% | 2,3% |
| ZE PAK*             | 17,6   | 2,4       | 2,3  | 3,3  | 0,5  | 0,5  | 0,6  | 3,4  | 3,2  | 5,0  | 21%          | 21%  | 18%  | 0,0%  | 2,3% | 2,3% |
| Mediana             |        | 7,7       | 7,5  | 7,6  | 1,2  | 1,3  | 1,2  | 15,5 | 11,9 | 12,0 | 21%          | 21%  | 21%  | 3,5%  | 3,5% | 3,8% |

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych oraz polskich oznaczonych gwiazdką

### Wycena spółek nawozowych i chemicznych (2017-04-05)

|                         | Cena   | EV/EBITDA  |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|-------------------------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                         |        | 2016       | 2017       | 2018       | 2016       | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        | 2016         | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        |
| <b>SPÓŁKI NAWOZOWE</b>  |        |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Acron                   | 3 283  | 5,4        | 5,0        | 6,7        | 2,5        | 1,8        | 2,1        | 5,1         | 5,3         | 6,6         | 47%          | 36%        | 31%        | 9,2%        | 5,2%        | 9,4%        |
| Uralkali                | 160,1  | -          | -          | -          | 193,6      | 202,9      | 205,3      | 6,3         | 7,1         | 8,4         | 53%          | 49%        | 46%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Agrium                  | 94,0   | 10,7       | 9,7        | 8,9        | 1,3        | 1,3        | 1,2        | 19,5        | 17,4        | 14,9        | 12%          | 13%        | 14%        | 3,7%        | 3,8%        | 3,9%        |
| Phosagro                | 2 398  | 5,7        | 6,5        | 6,3        | 2,2        | 2,3        | 2,2        | 7,1         | 8,7         | 8,0         | 38%          | 36%        | 36%        | 6,4%        | 5,5%        | 6,5%        |
| K+S                     | 21,7   | 12,1       | 8,7        | 6,8        | 1,9        | 1,6        | 1,5        | 31,6        | 20,2        | 13,0        | 15%          | 19%        | 22%        | 1,9%        | 2,2%        | 3,2%        |
| Yara International      | 336,7  | 7,5        | 7,0        | 6,2        | 1,1        | 1,0        | 1,0        | 16,1        | 14,8        | 12,2        | 15%          | 15%        | 16%        | 3,6%        | 3,3%        | 3,8%        |
| The Mosaic Company      | 29,0   | 12,9       | 10,6       | 9,1        | 1,9        | 1,8        | 1,7        | 42,8        | 28,4        | 21,2        | 15%          | 17%        | 18%        | 3,8%        | 2,1%        | 2,4%        |
| Potash                  | 16,9   | 13,0       | 12,8       | 11,4       | 4,7        | 4,6        | 4,4        | 33,2        | 31,6        | 24,6        | 36%          | 36%        | 39%        | 5,8%        | 2,4%        | 2,4%        |
| CF Industries           | 28,8   | 14,7       | 11,0       | 9,5        | 3,8        | 3,3        | 3,1        | 36,4        | -           | 30,8        | 26%          | 30%        | 33%        | 4,2%        | 4,2%        | 4,2%        |
| Israel Chemicals        | 1560,0 | 22,3       | 20,8       | 18,8       | 4,3        | 4,2        | 4,0        | 13,5        | 12,2        | 10,7        | 19%          | 20%        | 21%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Grupa Azoty             | 69,4   | 8,0        | 7,5        | 7,1        | 0,9        | 0,9        | 0,9        | 19,4        | 16,1        | 15,4        | 11%          | 12%        | 13%        | 1,2%        | 1,6%        | 3,7%        |
| ZA Police*              | 20,4   | 8,5        | 7,1        | 6,5        | 0,8        | 0,7        | 0,7        | -           | -           | 8,2         | 9%           | 10%        | 10%        | 0,0%        | 2,5%        | 2,5%        |
| ZCh Puławy*             | 176,8  | 5,0        | 5,7        | 4,9        | 0,8        | 0,8        | 0,7        | 10,8        | 12,6        | 10,5        | 16%          | 13%        | 15%        | 5,9%        | 5,7%        | 7,5%        |
| <b>Mediana</b>          |        | <b>9,6</b> | <b>8,1</b> | <b>7,0</b> | <b>1,9</b> | <b>1,8</b> | <b>1,7</b> | <b>17,8</b> | <b>14,8</b> | <b>12,2</b> | <b>16%</b>   | <b>19%</b> | <b>21%</b> | <b>3,7%</b> | <b>2,5%</b> | <b>3,7%</b> |
| <b>SPÓŁKI CHEMICZNE</b> |        |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Ciech                   | 80,2   | 6,0        | 7,1        | 8,1        | 1,5        | 1,5        | 1,4        | 7,1         | 11,8        | 15,2        | 26%          | 21%        | 18%        | 3,6%        | 4,4%        | 4,6%        |
| Akzo Nobel              | 79,1   | 10,3       | 10,0       | 9,6        | 1,5        | 1,5        | 1,4        | 18,8        | 18,8        | 18,1        | 15%          | 15%        | 15%        | 2,1%        | 2,2%        | 2,3%        |
| BASF                    | 93,1   | 9,8        | 8,7        | 8,3        | 1,8        | 1,6        | 1,6        | 19,4        | 17,2        | 16,0        | 18%          | 19%        | 19%        | 3,2%        | 3,3%        | 3,5%        |
| Croda                   | 3486,0 | 14,5       | 13,2       | 12,4       | 4,1        | 3,7        | 3,6        | 22,7        | 20,7        | 19,2        | 28%          | 28%        | 29%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Dow Chemical            | 63,5   | 9,6        | 8,6        | 8,1        | 1,9        | 1,8        | 1,7        | 17,5        | 15,5        | 14,3        | 20%          | 21%        | 21%        | 2,9%        | 3,1%        | 3,3%        |
| Sisecam                 | 4,2    | 7,8        | 6,5        | 6,0        | 1,6        | 1,4        | 1,3        | 12,9        | 10,8        | 10,1        | 20%          | 22%        | 21%        | 2,5%        | 2,9%        | 3,5%        |
| Soda Sanayii            | 6,3    | 8,0        | 6,5        | 6,5        | 2,0        | 1,9        | 1,8        | 9,0         | 7,9         | 8,2         | 25%          | 29%        | 28%        | 6,1%        | 5,7%        | 6,6%        |
| Solvay                  | 114,6  | 6,9        | 6,8        | 6,5        | 1,5        | 1,4        | 1,4        | 14,3        | 14,3        | 13,0        | 21%          | 21%        | 21%        | 3,0%        | 3,0%        | 3,2%        |
| Tata Chemicals          | 611,6  | 10,6       | 9,8        | 9,4        | 1,3        | 1,5        | 1,5        | 22,0        | 17,3        | 14,8        | 12%          | 15%        | 16%        | 1,8%        | 1,8%        | 1,9%        |
| Tessenderlo Chemie      | 37,0   | 8,4        | 7,8        | 7,0        | 1,1        | 1,0        | 1,0        | 18,2        | 13,8        | 12,2        | 13%          | 13%        | 14%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Wacker Chemie           | 100,2  | 5,9        | 5,6        | 5,3        | 1,2        | 1,2        | 1,1        | 30,5        | 20,9        | 16,8        | 20%          | 20%        | 21%        | 2,0%        | 3,1%        | 2,9%        |
| <b>Mediana</b>          |        | <b>8,4</b> | <b>7,8</b> | <b>8,1</b> | <b>1,5</b> | <b>1,5</b> | <b>1,4</b> | <b>18,2</b> | <b>15,5</b> | <b>14,8</b> | <b>20%</b>   | <b>21%</b> | <b>21%</b> | <b>2,5%</b> | <b>3,0%</b> | <b>3,2%</b> |

### Wycena spółek sektora elektromaszynowego (2017-04-05)

|                | Cena  | EV/EBITDA   |             |             | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|----------------|-------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                |       | 2016        | 2017        | 2018        | 2016       | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        | 2016         | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        |
| Atlas Copco    | 313,3 | 17,1        | 14,7        | 13,9        | 3,9        | 3,6        | 3,4        | 27,4        | 23,3        | 21,8        | 23%          | 24%        | 25%        | 2,1%        | 2,4%        | 2,4%        |
| Caterpillar    | 94,2  | 17,1        | 16,5        | 14,2        | 2,2        | 2,3        | 2,1        | 28,9        | 30,2        | 21,6        | 13%          | 14%        | 15%        | 3,3%        | 3,3%        | 3,4%        |
| Duro Felguera  | 1,15  | 15,1        | 10,4        | 9,4         | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 39,7        | 10,1        | 9,2         | 4%           | 6%         | 6%         | 0,4%        | 0,1%        | 5,7%        |
| Joy Global     | 28,3  | 17,0        | 14,7        | 12,2        | 1,5        | 1,5        | 1,4        | -           | 53,1        | 34,3        | 9%           | 10%        | 11%        | 0,1%        | 0,1%        | 0,1%        |
| Kopex*         | 3,9   | -           | 5,8         | 4,4         | 1,0        | 0,9        | 0,9        | -           | -           | 6,9         | -            | 15%        | 20%        | -           | -           | -           |
| Sandvig AG     | 131,9 | 12,7        | 11,4        | 10,8        | 2,4        | 2,3        | 2,2        | 25,0        | 20,7        | 18,8        | 19%          | 20%        | 20%        | 2,0%        | 2,3%        | 2,5%        |
| <b>Mediana</b> |       | <b>17,0</b> | <b>13,0</b> | <b>11,5</b> | <b>1,9</b> | <b>1,9</b> | <b>1,8</b> | <b>28,2</b> | <b>23,3</b> | <b>20,2</b> | <b>13%</b>   | <b>14%</b> | <b>17%</b> | <b>2,0%</b> | <b>2,3%</b> | <b>2,5%</b> |

### Wycena spółek górniczych (2017-04-05)

|                           | Cena   | EV/EBITDA  |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|---------------------------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                           |        | 2016       | 2017       | 2018       | 2016       | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        | 2016         | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>     |        |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| KGHM                      | 128,5  | -          | 4,9        | 5,0        | 1,7        | 1,5        | 1,4        | -           | 7,7         | 8,4         | -            | 30%        | 29%        | 1,2%        | 1,2%        | 5,2%        |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b> |        |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Anglo American            | 1241,0 | 5,1        | 3,8        | 4,4        | 1,5        | 1,3        | 1,3        | 11,1        | 7,2         | 9,4         | 29%          | 35%        | 30%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Antofagasta               | 853,0  | 7,1        | 5,9        | 5,5        | 3,1        | 2,7        | 2,5        | 29,9        | 22,0        | 19,8        | 44%          | 46%        | 46%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| BHP Billiton              | 24,8   | 13,8       | 7,3        | 8,1        | 5,3        | 4,0        | 4,1        | -           | 12,5        | 15,0        | 38%          | 54%        | 51%        | 1,0%        | 2,6%        | 2,3%        |
| Boliden                   | 275,8  | 9,2        | 6,2        | 6,4        | 2,1        | 1,7        | 1,7        | 20,2        | 10,6        | 11,1        | 23%          | 27%        | 27%        | 1,6%        | 3,1%        | 3,1%        |
| First Quantum             | 14,7   | 15,3       | 12,7       | 9,0        | 5,8        | 4,5        | 3,8        | 38,5        | 28,4        | 13,9        | 38%          | 36%        | 42%        | 0,1%        | 0,1%        | 0,1%        |
| Freeport-McMoRan          | 13,4   | 7,2        | 6,8        | 5,9        | 2,3        | 2,4        | 2,3        | 39,8        | 13,5        | 10,1        | 32%          | 35%        | 38%        | 0,0%        | 0,0%        | 1,0%        |
| Hudbay Min                | 9,3    | 7,3        | 5,6        | 5,2        | 3,0        | 2,6        | 2,5        | 48,5        | 12,8        | 9,9         | 41%          | 46%        | 48%        | 0,2%        | 0,2%        | 0,2%        |
| Lundin Min                | 7,6    | 10,8       | 7,1        | 7,6        | 4,1        | 3,2        | 3,3        | -           | 16,9        | 16,9        | 38%          | 46%        | 43%        | 0,0%        | 1,3%        | 1,3%        |
| MMC Norilsk Nickel        | 16,3   | 8,4        | 7,4        | 6,5        | 4,0        | 3,6        | 3,2        | 11,5        | 10,5        | 9,1         | 47%          | 48%        | 50%        | 7,5%        | 9,7%        | 10,6%       |
| OZ Minerals               | 8,4    | 4,8        | 4,0        | 4,9        | 2,2        | 2,0        | 2,2        | 21,8        | 15,0        | 20,0        | 46%          | 49%        | 44%        | 1,8%        | 1,8%        | 1,8%        |
| Rio Tinto                 | 3268,0 | 5,9        | 4,3        | 5,1        | 2,2        | 1,9        | 2,1        | 15,2        | 9,0         | 12,3        | 38%          | 45%        | 42%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Sandfire Resources        | 6,6    | 5,9        | 4,6        | 3,9        | 2,1        | 2,0        | 1,8        | 18,8        | 12,0        | 8,7         | 36%          | 43%        | 47%        | 1,6%        | 2,5%        | 3,3%        |
| Southern CC               | 36,2   | 14,9       | 10,7       | 9,6        | 6,0        | 5,2        | 4,8        | 32,2        | 20,4        | 17,9        | 41%          | 49%        | 49%        | 0,5%        | 1,3%        | 2,3%        |
| Vedanta Resources         | 848,0  | 7,6        | 5,3        | 4,0        | 1,6        | 1,5        | 1,3        | -           | 19,9        | 6,6         | 21%          | 29%        | 32%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>            |        | <b>7,5</b> | <b>6,0</b> | <b>5,7</b> | <b>2,6</b> | <b>2,5</b> | <b>2,4</b> | <b>21,8</b> | <b>13,1</b> | <b>11,7</b> | <b>38%</b>   | <b>46%</b> | <b>44%</b> | <b>0,1%</b> | <b>0,7%</b> | <b>1,1%</b> |

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych oraz polskich oznaczonych gwiazdką

## Wycena europejskich operatorów narodowych (2017-04-05)

|                                               | Cena  | EV/EBITDA  |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|-----------------------------------------------|-------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                                               |       | 2016       | 2017       | 2018       | 2016       | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        | 2016         | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>                         |       |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Netia                                         | 4,6   | 4,1        | 4,7        | 5,1        | 1,2        | 1,3        | 1,3        | 47,7        | -           | -           | 28%          | 27%        | 26%        | 10,3%       | 4,3%        | 4,3%        |
| Orange Polska                                 | 4,6   | 9,5        | 4,6        | 4,4        | 1,1        | 1,2        | 1,1        | -           | -           | 51,8        | 12%          | 26%        | 26%        | 5,4%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>                                |       | <b>6,8</b> | <b>4,6</b> | <b>4,7</b> | <b>1,1</b> | <b>1,2</b> | <b>1,2</b> | <b>47,7</b> | <b>-</b>    | <b>51,8</b> | <b>20%</b>   | <b>26%</b> | <b>26%</b> | <b>8%</b>   | <b>2,2%</b> | <b>2,2%</b> |
| <b>OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI</b>    |       |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Proximus                                      | 29,3  | 6,7        | 6,7        | 6,5        | 2,0        | 2,0        | 2,0        | 16,6        | 16,2        | 15,7        | 30%          | 31%        | 31%        | 5,1%        | 5,1%        | 5,1%        |
| Telefonica CP                                 | 287,5 | 9,0        | 9,2        | 9,1        | 2,5        | 2,5        | 2,5        | 17,0        | 17,2        | 16,7        | 28%          | 27%        | 27%        | 6,6%        | 6,5%        | 6,5%        |
| Hellenic Telekom                              | 8,9   | 4,0        | 3,9        | 3,9        | 1,3        | 1,3        | 1,3        | 18,9        | 17,0        | 14,3        | 34%          | 34%        | 34%        | 1,4%        | 2,3%        | 2,9%        |
| Matav                                         | 485,0 | 4,8        | 5,0        | 5,0        | 1,6        | 1,6        | 1,6        | 10,0        | 14,8        | 14,0        | 33%          | 32%        | 32%        | 5,2%        | 6,4%        | 7,5%        |
| Telecom Austria                               | 6,4   | 5,1        | 5,0        | 4,9        | 1,6        | 1,6        | 1,6        | 14,3        | 14,6        | 13,4        | 32%          | 32%        | 32%        | 3,1%        | 2,8%        | 2,8%        |
| <b>Mediana</b>                                |       | <b>5,1</b> | <b>5,0</b> | <b>5,0</b> | <b>1,6</b> | <b>1,6</b> | <b>1,6</b> | <b>16,6</b> | <b>16,2</b> | <b>14,3</b> | <b>32%</b>   | <b>32%</b> | <b>32%</b> | <b>5,1%</b> | <b>5,1%</b> | <b>5,1%</b> |
| <b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b> |       |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| BT                                            | 313,6 | 6,5        | 5,5        | 5,5        | 2,3        | 1,8        | 1,8        | 10,0        | 11,0        | 10,8        | 35%          | 32%        | 32%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| DT                                            | 16,2  | 6,3        | 6,0        | 5,7        | 1,9        | 1,8        | 1,7        | 18,9        | 18,4        | 15,7        | 30%          | 30%        | 30%        | 3,7%        | 4,0%        | 4,4%        |
| KPN                                           | 2,8   | 7,9        | 7,9        | 7,8        | 2,8        | 2,9        | 2,9        | 30,5        | 24,8        | 21,1        | 36%          | 36%        | 37%        | 10,5%       | 4,8%        | 5,5%        |
| Orange                                        | 14,4  | 5,1        | 5,0        | 5,0        | 1,6        | 1,6        | 1,6        | 14,2        | 13,6        | 12,6        | 31%          | 31%        | 31%        | 4,2%        | 4,5%        | 4,9%        |
| Swisscom                                      | 438,0 | 7,2        | 7,4        | 7,4        | 2,7        | 2,7        | 2,7        | 15,1        | 15,4        | 15,3        | 37%          | 36%        | 36%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        |
| Telefonica S.A.                               | 10,4  | 7,0        | 6,6        | 6,4        | 2,2        | 2,1        | 2,1        | 16,6        | 13,7        | 12,1        | 31%          | 32%        | 32%        | 5,3%        | 4,0%        | 4,1%        |
| Telia Company                                 | 36,5  | 8,5        | 8,6        | 8,6        | 2,6        | 2,8        | 2,8        | 12,1        | 12,0        | 11,5        | 31%          | 32%        | 32%        | 5,6%        | 5,6%        | 5,8%        |
| TI                                            | 0,8   | 5,7        | 5,4        | 5,3        | 2,4        | 2,3        | 2,3        | 11,1        | 11,6        | 10,8        | 42%          | 43%        | 44%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,4%        |
| <b>Mediana</b>                                |       | <b>6,7</b> | <b>6,3</b> | <b>6,1</b> | <b>2,3</b> | <b>2,2</b> | <b>2,2</b> | <b>14,7</b> | <b>13,7</b> | <b>12,4</b> | <b>33%</b>   | <b>32%</b> | <b>32%</b> | <b>4,6%</b> | <b>4,2%</b> | <b>4,6%</b> |

## Wycena spółek mediowych (2017-04-05)

|                         | Cena  | EV/EBITDA   |             |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|-------------------------|-------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                         |       | 2016        | 2017        | 2018       | 2016       | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        | 2016         | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>   |       |             |             |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Agora                   | 14,5  | 6,3         | 6,7         | 6,6        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | -           | -           | -           | 10%          | 9%         | 9%         | 5,3%        | 4,1%        | 5,2%        |
| Cyfrowy Polsat          | 24,5  | 7,4         | 7,3         | 7,0        | 2,8        | 2,6        | 2,5        | 15,0        | 16,8        | 14,0        | 37%          | 36%        | 36%        | 0,0%        | 1,4%        | 2,0%        |
| <b>Mediana</b>          |       | <b>6,9</b>  | <b>7,0</b>  | <b>6,8</b> | <b>1,7</b> | <b>1,6</b> | <b>1,5</b> | <b>15,0</b> | <b>16,8</b> | <b>14,0</b> | <b>0,2</b>   | <b>0,2</b> | <b>0,2</b> | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  |
| <b>DZIENNIKI</b>        |       |             |             |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Amolgo Mondadori        | 1,8   | 8,3         | 7,3         | 7,1        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 17,9        | 14,7        | 12,8        | 7%           | 8%         | 9%         | 0,0%        | 1,6%        | 2,3%        |
| Axel Springer           | 52,2  | 12,4        | 11,4        | 10,6       | 2,2        | 2,1        | 2,1        | 21,9        | 20,5        | 18,6        | 18%          | 19%        | 19%        | 3,5%        | 3,7%        | 3,8%        |
| Daily Mail              | 712,0 | 10,3        | 11,1        | 10,7       | 1,8        | 1,9        | 1,9        | 13,5        | 13,3        | 12,4        | 17%          | 17%        | 18%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Gruppo Editoriale       | 0,9   | 6,6         | 5,6         | 4,8        | 0,6        | 0,5        | 0,5        | 21,1        | 15,7        | 12,6        | 9%           | 9%         | 10%        | 1,6%        | 2,2%        | 3,9%        |
| New York Times          | 14,4  | 11,2        | 11,4        | 11,0       | 1,7        | 1,6        | 1,6        | 27,9        | 26,2        | 26,0        | 15%          | 14%        | 15%        | 1,1%        | 1,1%        | 1,1%        |
| Promotora de Inform     | 4,0   | 7,2         | 6,7         | 6,2        | 1,4        | 1,4        | 1,4        | 7,1         | 5,5         | 4,8         | 20%          | 21%        | 22%        | -           | -           | -           |
| SPiR Comm               | 3,5   | 45,9        | 9,0         | 5,7        | 0,2        | 0,2        | 0,2        | -           | -           | 15,2        | 0%           | 2%         | 3%         | -           | -           | -           |
| Trinity Mirror          | 117,0 | 2,4         | 2,7         | 2,7        | 0,5        | 0,6        | 0,6        | 3,2         | 3,4         | 3,5         | 21%          | 21%        | 23%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>          |       | <b>9,3</b>  | <b>8,2</b>  | <b>6,6</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>17,9</b> | <b>14,7</b> | <b>12,7</b> | <b>16%</b>   | <b>16%</b> | <b>16%</b> | <b>0,6%</b> | <b>1,4%</b> | <b>1,7%</b> |
| <b>TV</b>               |       |             |             |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Atresmedia Corp         | 11,9  | 14,0        | 12,5        | 11,3       | 2,8        | 2,7        | 2,6        | 19,4        | 16,7        | 14,9        | 20%          | 21%        | 23%        | 4,3%        | 4,9%        | 5,7%        |
| Gestelevision Telecinco | 12,1  | 16,2        | 14,4        | 13,1       | 3,9        | 3,8        | 3,7        | 22,6        | 19,6        | 17,8        | 24%          | 27%        | 28%        | 4,4%        | 4,7%        | 5,2%        |
| ITV PLC                 | 217,2 | 10,6        | 10,6        | 10,2       | 3,1        | 3,0        | 2,9        | 13,3        | 13,4        | 12,9        | 29%          | 29%        | 29%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| M6-Metropole Tel        | 20,9  | 9,0         | 7,6         | 7,2        | 1,9        | 1,8        | 1,7        | 22,2        | 18,7        | 17,5        | 22%          | 24%        | 24%        | 4,2%        | 4,4%        | 4,5%        |
| Mediaset SPA            | 3,8   | 7,6         | 6,6         | 6,0        | 1,7        | 1,6        | 1,6        | -           | 37,9        | 23,3        | 22%          | 24%        | 27%        | 0,8%        | 2,1%        | 3,0%        |
| Modern Times            | 300,0 | 14,9        | 12,7        | 11,4       | 1,3        | 1,2        | 1,2        | 22,9        | 19,2        | 17,0        | 9%           | 10%        | 10%        | 3,9%        | 4,1%        | 4,3%        |
| Prosieben               | 41,2  | 11,4        | 10,5        | 9,9        | 3,1        | 2,7        | 2,5        | 17,1        | 16,3        | 14,9        | 27%          | 26%        | 26%        | 4,7%        | 5,0%        | 5,4%        |
| RTL Group               | 76,0  | 9,2         | 9,1         | 8,8        | 2,1        | 2,0        | 2,0        | 15,7        | 15,2        | 14,7        | 23%          | 22%        | 22%        | 5,3%        | 5,5%        | 5,3%        |
| TF1-TV Francaise        | 11,2  | 7,3         | 6,6         | 7,0        | 1,0        | 1,0        | 1,0        | 31,2        | 18,8        | 21,3        | 14%          | 15%        | 14%        | 3,0%        | 3,3%        | 3,3%        |
| <b>Mediana</b>          |       | <b>10,6</b> | <b>10,5</b> | <b>9,9</b> | <b>2,1</b> | <b>2,0</b> | <b>2,0</b> | <b>20,8</b> | <b>18,7</b> | <b>17,0</b> | <b>22%</b>   | <b>24%</b> | <b>24%</b> | <b>4,2%</b> | <b>4,4%</b> | <b>4,5%</b> |
| <b>PAY TV</b>           |       |             |             |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Sky PLC                 | 972,0 | 10,0        | 10,4        | 9,5        | 1,9        | 1,7        | 1,6        | 15,5        | 16,8        | 14,5        | 19%          | 16%        | 17%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Cogeco                  | 70,6  | 6,6         | 6,5         | 6,4        | 3,0        | 2,9        | 2,9        | 13,7        | 12,3        | 11,9        | 45%          | 45%        | 45%        | 2,2%        | 2,4%        | 2,6%        |
| Comcast                 | 37,3  | 9,0         | 8,6         | 8,0        | 3,0        | 2,8        | 2,7        | 21,5        | 19,8        | 17,3        | 33%          | 33%        | 33%        | 1,5%        | 1,6%        | 1,8%        |
| Dish Network            | 62,9  | 12,9        | 13,1        | 13,3       | 2,7        | 2,7        | 2,8        | 21,0        | 22,7        | 23,1        | 21%          | 21%        | 21%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Liberty Global          | 35,1  | 9,7         | 11,4        | 10,7       | 4,5        | 5,3        | 5,1        | -           | -           | 45,2        | 47%          | 46%        | 47%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Shaw Communications     | 20,6  | 7,2         | 7,2         | 6,9        | 3,1        | 2,9        | 2,8        | 18,7        | 20,8        | 20,0        | 44%          | 41%        | 41%        | 7,8%        | 9,6%        | 7,3%        |
| <b>Mediana</b>          |       | <b>9,4</b>  | <b>9,5</b>  | <b>8,8</b> | <b>3,0</b> | <b>2,9</b> | <b>2,8</b> | <b>18,7</b> | <b>19,8</b> | <b>18,6</b> | <b>38%</b>   | <b>37%</b> | <b>37%</b> | <b>0,7%</b> | <b>0,8%</b> | <b>0,9%</b> |

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych

### Wycena spółek IT (2017-04-05)

|                           | Cena  | EV/EBITDA   |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|---------------------------|-------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                           |       | 2016        | 2017       | 2018       | 2016       | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        | 2016         | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>     |       |             |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| AB*                       | 37,5  | 8,5         | 8,1        | 7,7        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 9,7         | 9,2         | 8,5         | 2%           | 2%         | 1%         | 2,1%        | 2,8%        | 3,1%        |
| ABC Data*                 | 2,1   | -           | -          | -          | -          | -          | -          | -           | -           | -           | -            | -          | -          | -           | -           | -           |
| Action*                   | 4,7   | -           | 4,1        | -          | 0,1        | 0,1        | -          | 3,4         | 2,5         | -           | -            | 1%         | -          | 21,5%       | 22,1%       | -           |
| Asseco Poland             | 53,6  | 7,2         | 6,5        | 6,1        | 1,0        | 0,9        | 0,8        | 14,8        | 14,1        | 13,7        | 13%          | 14%        | 14%        | 5,6%        | 5,6%        | 5,6%        |
| Comarch*                  | 225,0 | 10,0        | 9,6        | 8,8        | 1,6        | 1,4        | 1,3        | 25,3        | 22,7        | 19,2        | 16%          | 14%        | 15%        | 0,0%        | 0,7%        | 4,4%        |
| Sygnity*                  | 6,5   | 4,7         | 4,3        | 4,5        | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 7,6         | 6,5         | 32,7        | 6%           | 6%         | 6%         | -           | -           | -           |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>7,8</b>  | <b>6,5</b> | <b>6,9</b> | <b>0,3</b> | <b>0,3</b> | <b>0,5</b> | <b>9,7</b>  | <b>9,2</b>  | <b>16,5</b> | <b>10%</b>   | <b>6%</b>  | <b>10%</b> | <b>3,9%</b> | <b>4,2%</b> | <b>4,4%</b> |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b> |       |             |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Atos Origin               | 115,5 | 8,5         | 7,8        | 7,3        | 1,0        | 1,0        | 1,0        | 16,3        | 14,6        | 13,3        | 12%          | 13%        | 13%        | 1,1%        | 1,4%        | 1,6%        |
| CapGemini                 | 87,4  | 9,8         | 9,2        | 8,6        | 1,3        | 1,3        | 1,2        | 16,5        | 14,8        | 13,5        | 13%          | 14%        | 14%        | 1,6%        | 1,9%        | 2,1%        |
| IBM                       | 172,9 | 10,6        | 10,1       | 10,2       | 2,5        | 2,5        | 2,5        | 12,8        | 12,6        | 12,3        | 23%          | 25%        | 25%        | 3,1%        | 3,3%        | 3,5%        |
| Indra Sistemas            | 11,9  | 11,7        | 9,5        | 8,2        | 1,0        | 0,9        | 0,9        | 23,8        | 16,6        | 12,5        | 8%           | 10%        | 11%        | 0,0%        | 0,7%        | 1,6%        |
| Microsoft                 | 65,6  | 13,2        | 12,5       | 11,3       | 4,9        | 4,7        | 4,3        | 24,6        | 22,1        | 20,1        | 37%          | 37%        | 39%        | 2,2%        | 2,4%        | 2,5%        |
| Oracle                    | 44,5  | 10,3        | 10,2       | 9,7        | 4,6        | 4,6        | 4,4        | 17,0        | 16,9        | 15,7        | 45%          | 45%        | 46%        | 1,3%        | 1,4%        | 1,6%        |
| SAP                       | 91,4  | 15,0        | 14,6       | 13,9       | 5,3        | 4,9        | 4,6        | 24,1        | 21,5        | 19,6        | 35%          | 34%        | 33%        | 1,3%        | 1,5%        | 1,7%        |
| TietoEnator               | 25,5  | 9,8         | 9,7        | 9,3        | 1,3        | 1,3        | 1,2        | 16,3        | 15,5        | 14,7        | 13%          | 13%        | 13%        | 5,0%        | 5,4%        | 5,6%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>10,4</b> | <b>9,9</b> | <b>9,5</b> | <b>1,9</b> | <b>1,9</b> | <b>1,9</b> | <b>16,7</b> | <b>16,0</b> | <b>14,1</b> | <b>18%</b>   | <b>19%</b> | <b>19%</b> | <b>1,5%</b> | <b>1,7%</b> | <b>1,9%</b> |

### Wycena spółek budowlanych (2017-04-05)

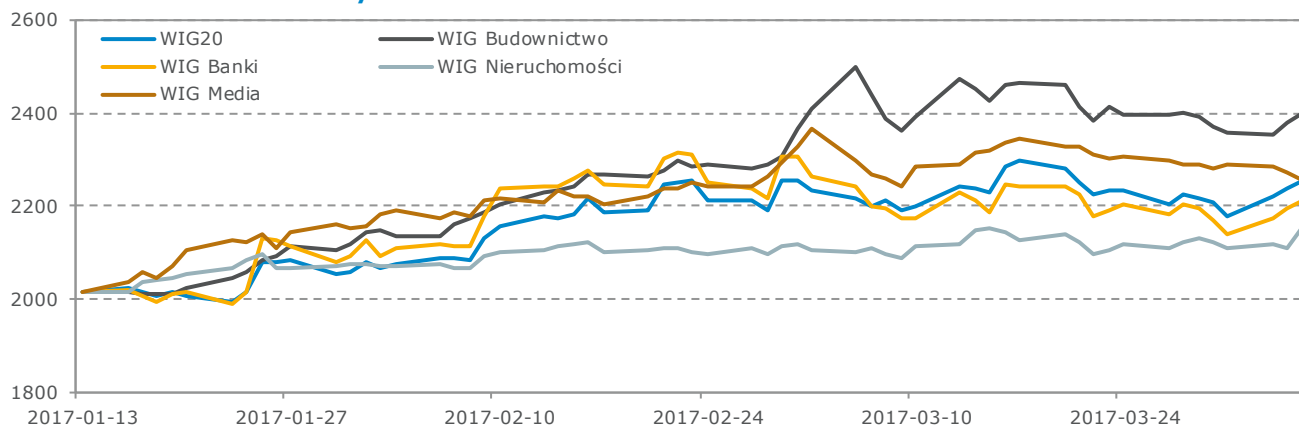
|                           | Cena  | EV/EBITDA  |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |           |           | DY          |             |             |
|---------------------------|-------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-----------|-----------|-------------|-------------|-------------|
|                           |       | 2016       | 2017       | 2018       | 2016       | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        | 2016         | 2017      | 2018      | 2016        | 2017        | 2018        |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>     |       |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |           |           |             |             |             |
| Budimex                   | 251,9 | 7,2        | 8,4        | 9,9        | 0,7        | 0,7        | 0,7        | 15,7        | 16,0        | 18,0        | 10%          | 8%        | 7%        | 3,2%        | 6,0%        | 6,1%        |
| Elektrobudowa             | 137,0 | 7,3        | 7,2        | 7,3        | 0,6        | 0,5        | 0,5        | 11,8        | 13,3        | 14,1        | 8%           | 8%        | 7%        | 2,9%        | 4,4%        | 4,5%        |
| Elektrotim                | 14,0  | 17,9       | 8,8        | 10,4       | 0,5        | 0,5        | 0,5        | -           | 14,7        | 18,1        | 3%           | 6%        | 5%        | 8,9%        | 5,7%        | 5,7%        |
| Erbud                     | 33,0  | 4,9        | 5,7        | 5,4        | 0,2        | 0,2        | 0,2        | -           | 13,3        | 13,0        | 3%           | 3%        | 3%        | 3,6%        | 3,5%        | 3,8%        |
| Herkules                  | 3,7   | 7,1        | 6,0        | 5,5        | 2,0        | 1,9        | 1,8        | 15,2        | 11,0        | 9,4         | 28%          | 31%       | 32%       | 4,3%        | 3,7%        | 4,3%        |
| Torpol                    | 13,3  | 7,6        | 8,4        | 5,3        | 0,4        | 0,4        | 0,3        | 19,6        | 23,5        | 10,5        | 5%           | 5%        | 5%        | 5,2%        | 2,6%        | 2,1%        |
| Trakcja                   | 16,7  | 8,7        | 8,4        | 6,3        | 0,6        | 0,5        | 0,4        | 14,7        | 14,6        | 10,1        | 7%           | 6%        | 6%        | 2,0%        | 2,4%        | 3,0%        |
| Ulma Construcion          | 79,8  | 5,5        | 4,6        | 3,8        | 1,9        | 1,7        | 1,5        | 29,9        | 19,7        | 13,3        | 35%          | 36%       | 39%       | 0,0%        | 6,8%        | 3,1%        |
| Unibep                    | 14,0  | 12,0       | 8,0        | 8,1        | 0,4        | 0,3        | 0,3        | 15,5        | 11,8        | 12,2        | 3%           | 4%        | 4%        | 1,2%        | 1,4%        | 2,6%        |
| ZUE                       | 12,2  | 64,4       | 19,0       | 7,2        | 0,6        | 0,6        | 0,4        | -           | -           | 13,3        | 1%           | 3%        | 5%        | 2,7%        | 0,0%        | 0,6%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>7,5</b> | <b>8,2</b> | <b>6,7</b> | <b>0,6</b> | <b>0,5</b> | <b>0,5</b> | <b>15,5</b> | <b>14,6</b> | <b>13,1</b> | <b>6%</b>    | <b>6%</b> | <b>6%</b> | <b>3,1%</b> | <b>3,6%</b> | <b>3,4%</b> |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b> |       |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |           |           |             |             |             |
| Acciona                   | 75,4  | 8,6        | 8,0        | 7,6        | 1,7        | 1,6        | 1,6        | 27,9        | 16,5        | 14,6        | 20%          | 20%       | 21%       | 3,4%        | 3,8%        | 4,1%        |
| Astaldi                   | 6,3   | 4,5        | 4,5        | 4,4        | 0,6        | 0,5        | 0,5        | 6,5         | 5,6         | 5,3         | 13%          | 12%       | 12%       | 3,2%        | 3,9%        | 4,3%        |
| Ferrovial                 | 18,9  | 21,9       | 20,4       | 20,0       | 1,9        | 1,7        | 1,7        | 44,7        | 35,4        | 31,4        | 9%           | 8%        | 9%        | 3,9%        | 4,0%        | 4,2%        |
| Hochtief                  | 157,1 | 9,5        | 8,7        | 8,3        | 0,5        | 0,4        | 0,4        | 29,0        | 24,9        | 22,8        | 5%           | 5%        | 5%        | 1,5%        | 1,9%        | 2,2%        |
| Mota Engil                | 2,1   | 6,1        | 5,4        | 5,1        | 0,9        | 0,8        | 0,8        | 8,3         | 11,5        | 8,6         | 14%          | 15%       | 15%       | 2,4%        | 3,4%        | 5,2%        |
| NCC                       | 221,8 | 10,8       | 8,7        | 8,4        | 0,5        | 0,4        | 0,4        | 21,0        | 15,7        | 14,7        | 4%           | 5%        | 5%        | 3,4%        | 4,1%        | 4,4%        |
| Skanska                   | 200,9 | 8,4        | 9,2        | 9,1        | 0,5        | 0,5        | 0,5        | 13,6        | 14,9        | 15,8        | 6%           | 5%        | 5%        | 4,0%        | 4,2%        | 4,3%        |
| Strabag                   | 36,5  | 4,5        | 4,6        | 4,4        | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 15,2        | 15,1        | 13,9        | 7%           | 6%        | 7%        | 2,5%        | 2,8%        | 3,1%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>8,5</b> | <b>8,4</b> | <b>7,9</b> | <b>0,5</b> | <b>0,5</b> | <b>0,5</b> | <b>18,1</b> | <b>15,4</b> | <b>14,7</b> | <b>8%</b>    | <b>7%</b> | <b>8%</b> | <b>3,3%</b> | <b>3,9%</b> | <b>4,2%</b> |

### Wycena spółek deweloperskich (2017-04-05)

|                           | Cena  | EV/EBITDA   |             |             | P/BV       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|---------------------------|-------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                           |       | 2016        | 2017        | 2018        | 2016       | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        | 2016         | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>     |       |             |             |             |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| BBi Development           | 0,9   | -           | -           | 7,9         | 0,4        | 0,4        | 0,4        | -           | -           | 10,1        | 1%           | 11%        | 17%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Dom Development           | 71,8  | 10,6        | 8,3         | 8,2         | 1,9        | 1,8        | 1,8        | 14,2        | 10,8        | 10,5        | 14%          | 17%        | 17%        | 4,5%        | 7,0%        | 9,3%        |
| Echo Investment           | 5,8   | 5,5         | 12,5        | 10,6        | 1,6        | 1,4        | 1,3        | 6,1         | 10,7        | 8,6         | 121%         | 68%        | 54%        | 102%        | 3%          | 4,7%        |
| GTC                       | 8,5   | 10,6        | 10,1        | 14,1        | 1,2        | 1,0        | 1,0        | 5,8         | 7,5         | 11,0        | 129%         | 122%       | 79%        | 0,0%        | 0,2%        | 0,1%        |
| J.W. Construction         | 5,0   | 11,3        | 8,0         | 5,6         | 0,7        | 0,6        | 0,6        | 14,4        | 7,4         | 5,5         | 15%          | 19%        | 18%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| PA Nova                   | 25,4  | 12,9        | 11,4        | 12,3        | 0,8        | 0,8        | 0,8        | 9,9         | 8,8         | 9,9         | 30%          | 30%        | 27%        | 3,0%        | 3,0%        | 5,9%        |
| Polnord                   | 8,4   | -           | 25,4        | 20,0        | 0,4        | 0,4        | 0,3        | 45,0        | 9,8         | 9,5         | 3%           | 7%         | 9%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Robyg                     | 3,4   | 10,6        | 11,9        | 6,8         | 1,6        | 1,6        | 1,4        | 8,1         | 10,9        | 6,8         | 24%          | 23%        | 24%        | 6,0%        | 8,0%        | 7,4%        |
| Ronson                    | 1,6   | 5,0         | 19,8        | 8,7         | 0,7        | 0,8        | 0,7        | 4,1         | 19,3        | 7,2         | 18%          | 9%         | 16%        | 4,9%        | 11,7%       | 6,2%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>10,6</b> | <b>11,7</b> | <b>8,7</b>  | <b>0,8</b> | <b>0,8</b> | <b>0,8</b> | <b>9,0</b>  | <b>10,2</b> | <b>9,5</b>  | <b>18%</b>   | <b>19%</b> | <b>18%</b> | <b>3%</b>   | <b>3%</b>   | <b>5%</b>   |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b> |       |             |             |             |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Atrium European RE        | 3,8   | 15,1        | 14,6        | 14,2        | 0,7        | 0,7        | 0,7        | 12,5        | 12,3        | 11,7        | 76%          | 59%        | 79%        | 7,1%        | 7,1%        | 7,3%        |
| CA Immobilien Anlagen     | 20,3  | 21,6        | 19,8        | 18,3        | 0,9        | 0,8        | 0,8        | 22,9        | 19,5        | 17,3        | 91%          | 71%        | 78%        | 2,8%        | 3,4%        | 3,8%        |
| Deutsche Euroshop AG      | 38,5  | 20,8        | 19,9        | 19,3        | 1,1        | 1,0        | 1,0        | 13,0        | 14,8        | 14,2        | 88%          | 89%        | 89%        | 3,6%        | 3,8%        | 3,9%        |
| Immofinanz AG             | 1,8   | 46,6        | 27,9        | 24,2        | 0,6        | 0,7        | 0,7        | -           | 42,3        | 16,5        | 45%          | 53%        | 59%        | 3,3%        | 3,3%        | 3,9%        |
| Klepierre                 | 37,0  | 23,6        | 22,5        | 21,7        | 1,1        | 1,0        | 1,0        | 16,3        | 15,8        | 14,9        | 80%          | 83%        | 84%        | 4,8%        | 5,1%        | 5,4%        |
| Segro                     | 457,8 | 28,5        | 24,7        | 22,3        | 1,0        | 0,9        | 0,9        | 24,5        | 23,5        | 21,5        | 75%          | 76%        | 76%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Unibail Rodamco SE        | 219,0 | 25,5        | 24,9        | 24,1        | 1,2        | 1,1        | 1,1        | 19,5        | 18,5        | 17,5        | 88%          | 87%        | 86%        | 4,6%        | 4,9%        | 5,2%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>23,6</b> | <b>22,5</b> | <b>21,7</b> | <b>1,0</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>17,9</b> | <b>18,5</b> | <b>16,5</b> | <b>80%</b>   | <b>76%</b> | <b>79%</b> | <b>3,6%</b> | <b>3,8%</b> | <b>3,9%</b> |

Źródło: Dom Maklerski mBanku dla spółek polskich, IBES/Bloomberg dla spółek zagranicznych oraz polskich oznaczonych gwiazdką

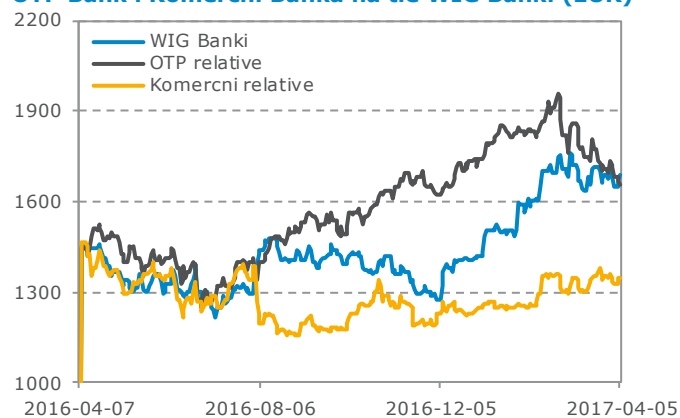
## Notowania indeksów sektorowych na tle WIG



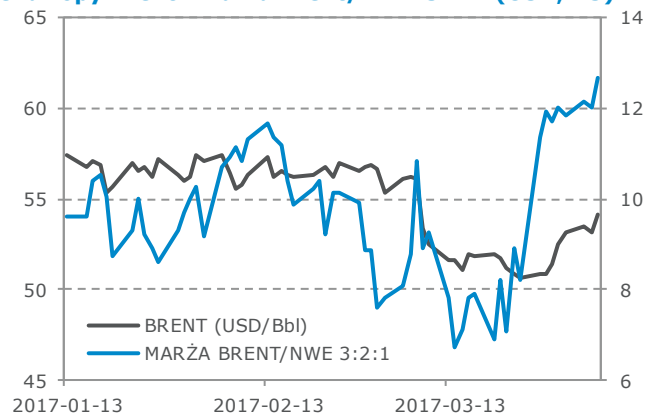
## WIG IT na tle MSCI Europe Software &amp; Services (USD)



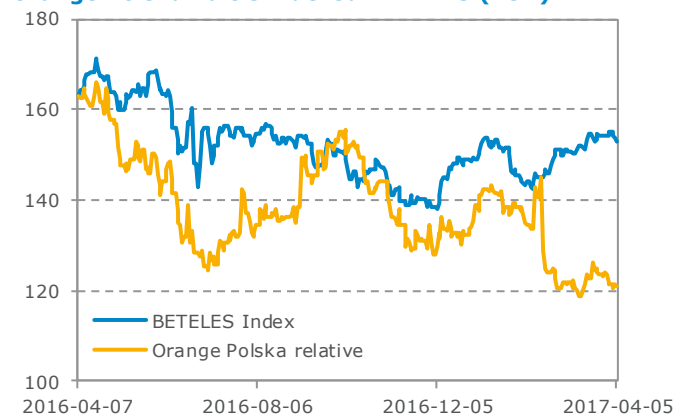
## OTP Bank i Komercni Banka na tle WIG Banki (EUR)



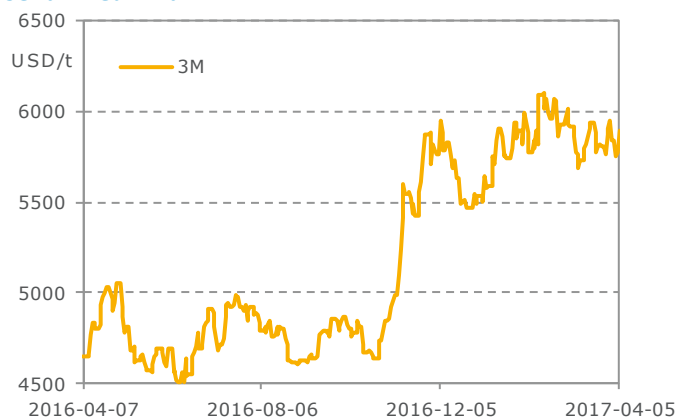
## Cena ropy Brent i marża Brent/NWE 3:2:1 (USD; PS)



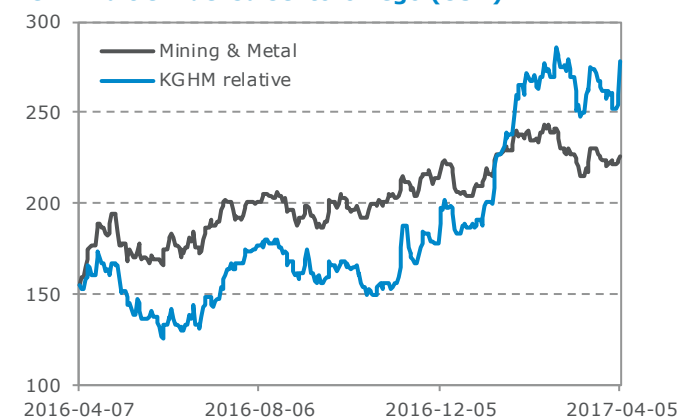
## Orange Polska na tle indeksu BETELES (EUR)



## Cena miedzi na LME



## KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)

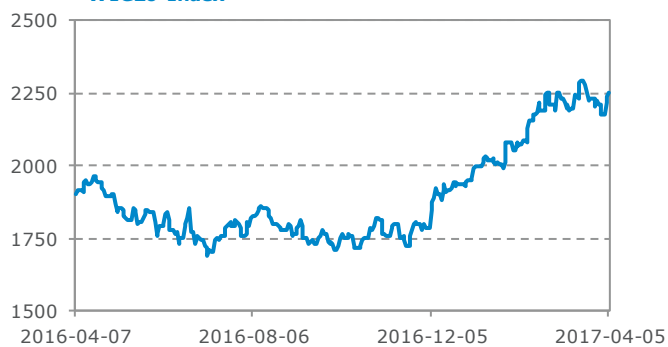


Źródło: Bloomberg

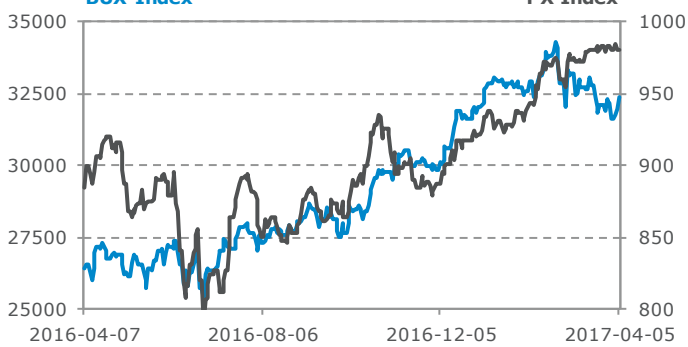
## Przegląd rynków zagranicznych

| Indeks    | Sesja z dnia | Otwarcie  | Maksimum  | Minimum   | Zamknięcie | Zmiana % |
|-----------|--------------|-----------|-----------|-----------|------------|----------|
| DJIA      | 2017-04-05   | 20 745,06 | 20 887,50 | 20 639,55 | 20 648,15  | -0,20%   |
| S&P 500   | 2017-04-05   | 2 366,59  | 2 378,36  | 2 350,52  | 2 352,95   | -0,31%   |
| NASDAQ    | 2017-04-05   | 5 911,92  | 5 936,39  | 5 856,26  | 5 864,48   | -0,58%   |
| DAX       | 2017-04-05   | 12 280,06 | 12 293,13 | 12 212,17 | 12 217,54  | -0,53%   |
| CAC 40    | 2017-04-05   | 5 104,71  | 5 123,78  | 5 087,68  | 5 091,85   | -0,18%   |
| FTSE 100  | 2017-04-05   | 7 321,82  | 7 362,59  | 7 321,82  | 7 331,68   | +0,13%   |
| WIG20     | 2017-04-05   | 2 238,79  | 2 262,18  | 2 237,34  | 2 253,64   | +0,64%   |
| BUX       | 2017-04-05   | 31 962,79 | 32 434,95 | 31 959,76 | 32 405,13  | +1,42%   |
| PX        | 2017-04-05   | 981,46    | 987,59    | 980,78    | 980,78     | -0,03%   |
| RTS       | 2017-04-05   | 1 544,94  | 1 571,86  | 1 544,94  | 1 566,01   | +1,90%   |
| SOFIX     | 2017-04-05   | 636,03    | 642,90    | 636,03    | 641,77     | +0,90%   |
| BET       | 2017-04-05   | 8 167,94  | 8 215,40  | 8 167,94  | 8 201,83   | +0,41%   |
| XU100     | 2017-04-05   | 88 199,29 | 89 037,45 | 88 129,92 | 89 037,45  | +0,48%   |
| BETELES   | 2017-04-05   | 153,59    | 153,59    | 152,71    | 152,90     | -0,44%   |
| NIKKEI    | 2017-04-05   | 18 900,70 | 18 941,94 | 18 773,94 | 18 861,27  | +0,27%   |
| SHCOMP    | 2017-04-05   | 3 235,66  | 3 270,65  | 3 233,24  | 3 270,31   | +1,48%   |
| Miedź     | 2017-04-05   | 5 784,50  | 5 944,00  | 5 778,00  | 5 895,00   | +2,00%   |
| Ropa      | 2017-04-05   | 53,44     | 54,19     | 53,13     | 53,13      | -0,49%   |
| USD/PLN   | 2017-04-05   | 3,9800    | 3,9842    | 3,9611    | 3,9710     | -0,23%   |
| EUR/PLN   | 2017-04-05   | 4,2481    | 4,2533    | 4,2253    | 4,2338     | -0,34%   |
| EUR/USD   | 2017-04-05   | 1,0674    | 1,0689    | 1,0635    | 1,0663     | -0,10%   |
| USBonds10 | 2017-04-05   | 2,3587    | 2,3821    | 2,3229    | 2,3354     | -0,0251  |
| GRBonds10 | 2017-04-05   | 0,2610    | 0,2840    | 0,2390    | 0,2580     | 0,0010   |
| PLBonds10 | 2017-04-05   | 3,5110    | 3,5110    | 3,4340    | 3,4340     | -0,0120  |

WIG20 Index

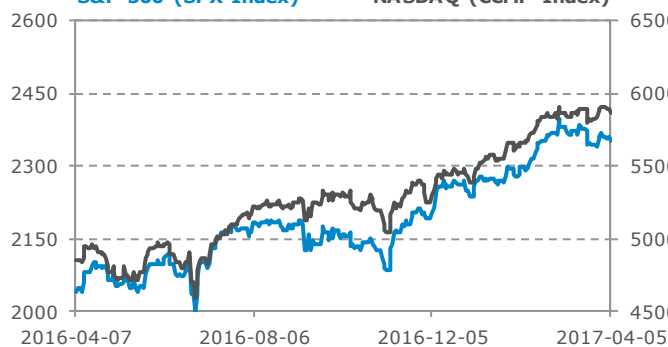


BUX Index



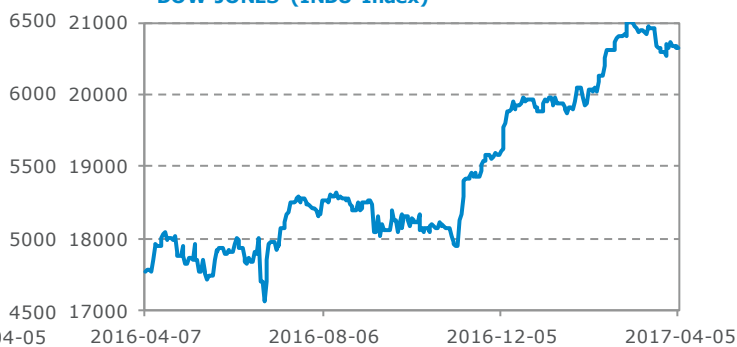
PX Index

S&P 500 (SPX Index)

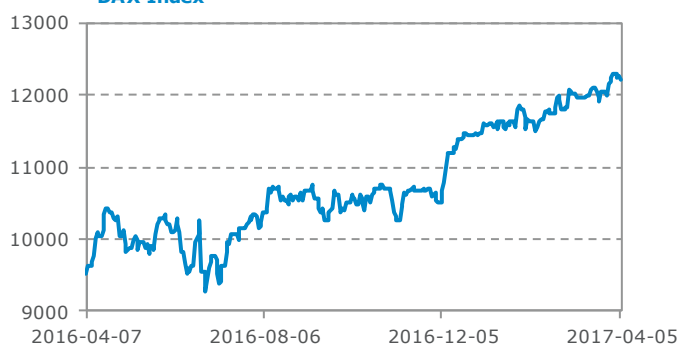


NASDAQ (CCMP Index)

DOW JONES (INDU Index)



DAX Index

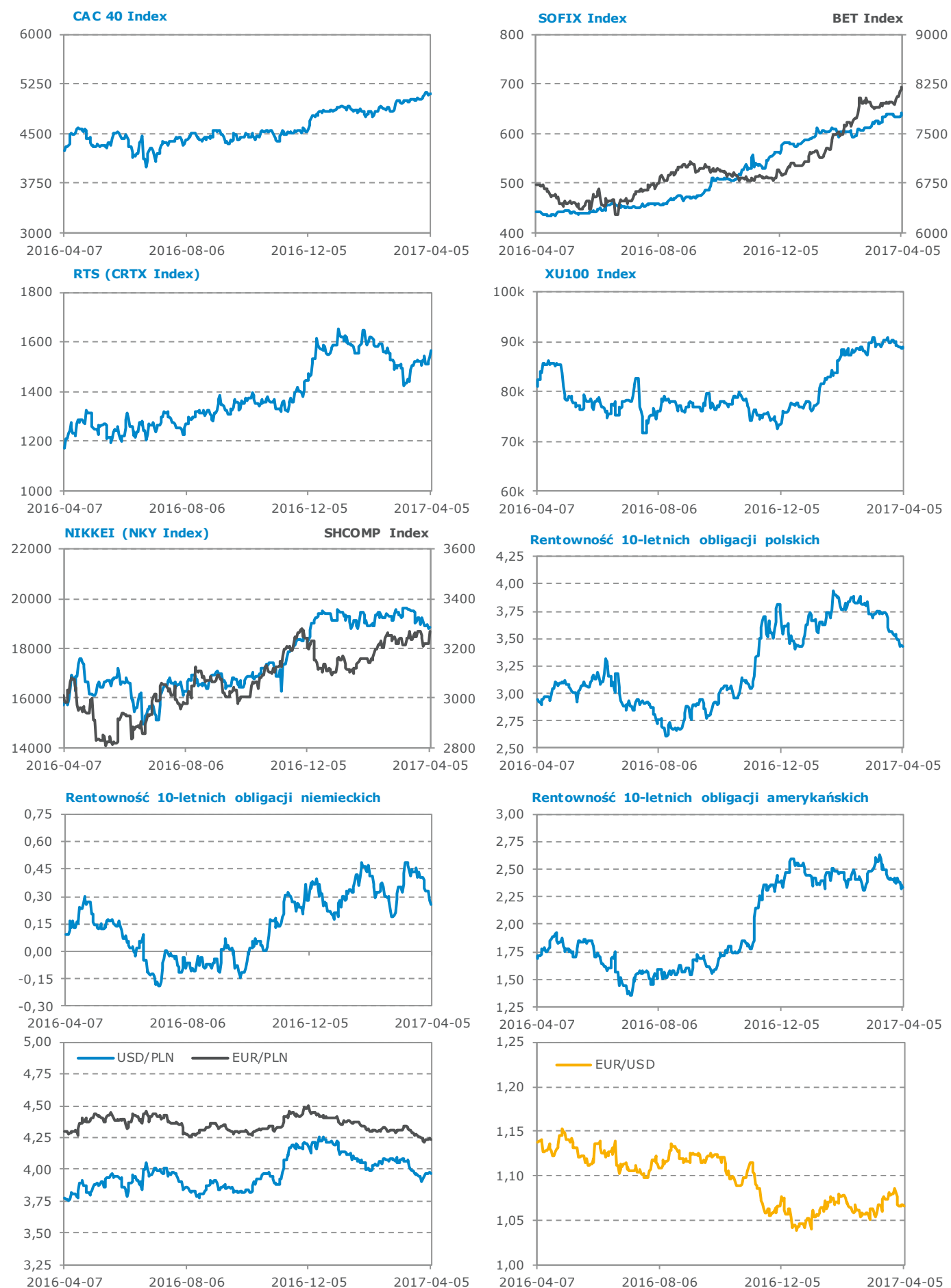


FTSE 100 (UKX Index)



Źródło: Bloomberg





Źródło: Bloomberg

## Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

**EBIT** – zysk operacyjny

**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** – wartość księgowa

**WNDB** – wynik na działalności bankowej

**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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

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

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

## Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoapartura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projrzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwhells, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PBKM, Stelmet, TXM S.A.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

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

## Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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

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

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

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

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

**Dom Maklerski mBanku**

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

**Departament Analiz**

**Kamil Kliszcz**  
dyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

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

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

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

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

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

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

**Jędrzej Łukomski**  
tel. +48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
tel. +48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Wojciech Wysocki**  
tel. +48 22 697 48 46  
[wojciech.wysocki@mbank.pl](mailto:wojciech.wysocki@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

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

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

**Biuro Aktywnej Sprzedaży**

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

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