EXTEL IDENTIFYING EXCELLENCE 2017 Extel Survey Kliknij i zagłosuj na nas!

czwartek, 20 kwietnia 2017 | opracowanie cykliczne

Komentarz poranny

Rynek akcji, Polska

Departament Analiz:

Michał Marczak +48 22 438 24 01 Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 Piotr Zybała +48 22 438 24 04
Michał Konarski +48 22 438 24 05 Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06 Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

DJIA	20 404,5	-0,58%	FTSE 100	7 114,4	-0,46%	Miedź (LME)	5 556,0	-0,29%
S&P 500	2 338,2	-0,17%	WIG20	2 274,7	+1,67%	Ropa (Brent)	52,27	-3,36%
NASDAQ	5 863,0	+0,23%	BUX	32 688,1	+0,51%	USD/PLN	3,9746	+0,72%
DAX	12 016,5	+0,13%	PX	967,5	-0,05%	EUR/PLN	4,2573	+0,55%
CAC 40	5 003,7	+0,27%	PLBonds10	3,381	+1,30%	EUR/USD	1,0711	-0,18%

Informacje ze spółek i sektorów

Banki

Ustawa spreadowa jeszcze przed wakacjami

Przewodniczący komisji finansów w Parlamencie Jacek Sasin stwierdził, że ustawa spreadowa zostanie wprowadzona w życie jeszcze przed wakacjami sejmu. Ponadto Pan Sasin oczekuje, że wkrótce regulator finansowy wraz z Prezydentem RP ogłoszą plan dla banków dobrowolnego przewalutowania kredytów w FX na PLN. Niemniej jednak jeżeli takie rozwiązanie nie zostanie wprowadzone przez banki, przewodniczący Sasin nie wyklucza rozwiązania przymusowego. **Wiadomość negatywna. Uważamy, że zarówno ustawa spreadowa jak i „dobrowolne" przewalutowanie nie ma odzwierciedlenia w obecnym konsensusie. Oczekujemy, że pierwszym bankiem, który zaproponuje dobrowolne przewalutowanie będzie PKO BP. PKO BP szacował, że z takiego rozwiązania skorzysta około 10% klientów rocznie. Uważamy, że takie rozwiązanie mogłoby kosztować PKO około 0,6 mld PLN rocznie. Jednocześnie nie widzimy możliwości aby cały sektor mógł zaproponować dobrowolną konwersję kredytów ze względu na sytuacje kapitałową poszczególnych banków. (M. Konarski, M. Polańska)**

BZ WBK
Redukuj – z dn. 27.01.17
Cena docelowa: 332,34 PLN

BZ WBK chce wypłacić dywidendę z niepodzielonego zysku za 2014 i 2015 rok

Zarząd BZ WBK zgłosił propozycję, pozytywnie zaopiniowaną przez Radę Nadzorczą spółki, dotyczącą przeznaczenia na dywidendę dla akcjonariuszy kwoty 535,9 mln PLN z niepodzielonego zysku netto banku za lata 2014 i 2015. Oznacza to, że proponowana dywidenda wyniosłaby 5,4 PLN na 1 akcję (DY na poziomie 1,5%). Dzień ustalenia prawa do dywidendy miałby przypadać na 31 maja 2017 roku, a dzień wypłaty na 14 czerwca 2017 roku. Wśród argumentów, stanowiących poparcie dla zgłoszonej propozycji, zarząd wymienia dobrą sytuację kapitałową banku i grupy (wg stanu na koniec 2016 roku skonsolidowany wskaźnik kapitału podstawowego Tier I był równy 14,56%, a łączny współczynnik kapitałowy TCR wynosił 15,05%). Jednocześnie, wskazano, iż poziom zysków zatrzymanych pozwala na realizację przyjętej strategii i zapewnia właściwą równowagę między wykorzystaniem kapitału oraz jego wzrostem, a istniejąca baza kapitałowa odzwierciedla ostrożne podejście i akceptowalny poziom ryzyka związanego z bieżącą oraz przyszłą działalnością banku. **Uważamy, że wiadomość jest pozytywna aczkolwiek wypłata dywidendy w tym roku może odbić się negatywnie na zdolnościach dywidendowych spółki w latach kolejnych (rosnące wymagania odnośnie kapitału oraz współczynników wypłacalności). Zgodnie z indywidualnym zaleceniem otrzymanym od KNF, BZ WBK nie zamierza wypłacać dywidendy z zysku za 2016 rok. Zaproponowana kwota z lat ubiegłych z przekłada się na dividend yield w wysokości 1,5%. (M. Konarski, M. Polańska)**

PKO BP
Redukuj – z dn. 01.03.17
Cena docelowa: 31,20 PLN

Fuzja prawna PKO Leasing z Raiffeisen Leasing pod koniec kwietnia

W wypowiedzi dla PAP, desygnowany na prezesa PKO Leasing Andrzej Krzemiński poinformował, iż fuzja prawna spółki PKO BP z Raiffeisen Leasing Polska odbędzie się pod koniec kwietnia, a fuzja operacyjna planowana jest na koniec listopada 2017 roku. Dodał także, iż działalność pod marką Raiffeisen Leasing nie będzie dłużej prowadzona i zniknie ona z rynku. Prezes zapowiedział, że celem połączonego podmiotu jest utrzymanie pozycji lidera pod względem wartości nowej sprzedaży i sieci dystrybucji. PKO Leasing planuje także "stabilny" wzrost wyniku finansowego. Dodatkowo, Jakub Papierski, przewodniczący rady nadzorczej PKO Leasing i wiceprezes PKO BP, podtrzymał szacowane wcześniej na 35-40 mln PLN synergie z tej fuzji. **Według danych po 1Q'17, obie spółki miały łącznie 12,8% udziału w rynku. (M. Konarski, M. Polańska)**

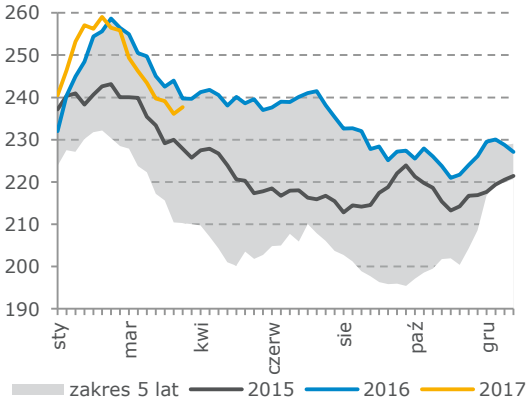
Paliwa

Zaskakujący wzrost zapasów benzyny

Zapasy ropy w USA spadły o 1 mln baryłek, czyli nieco mniej niż zakładał konsensus (-1,4 mln baryłek), co było spowodowane saldem na imporcie netto. Największym zaskoczeniem raportu EIA był wzrost zapasów benzyny (+1,5 mln baryłek), podczas gdy rynek oczekiwał kontynuacji tendencji spadkowych z ostatnich tygodni (-2 mln baryłek). Wzrost rezerw tego paliwa to funkcja nieznacznego spadku popytu (-0,6%) i mocnego zwiększenia produkcji w

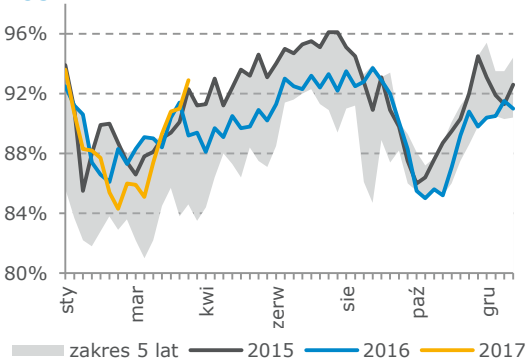
rafineriach (wskaźnik wykorzystania mocy 92,9% vs 91 % przed tygodniem). W przypadku średnich destylatów zapasy spadły nieco bardziej niż oczekiwano (-1,9 mln baryłek vs -1 mln baryłek). Lokalne wydobycie ropy ponownie wzrosło i wynosi 9,25 mmboe/d (+0,3 mmboe/d r/r). **Dane EIA wywołały przecenę na ropie, choć ta reakcja wydaje się dość zaskakująca biorąc pod uwagę fakt, że wzrost wydobycia nie odbiega od odczytów z poprzednich tygodni, a zmiana zapasów benzyny przede wszystkim wynikała ze wzrostu podaży ze strony rafinerii. W tym kontekście oczekujemy szybkiego powrotu cen surowca do wyższych poziomów. Po danych EIA ucierpiał oczywiście również crack benzynowy (w USA najniżej od 4 tygodni) i w tym wypadku te tendencja powinna się utrzymać. Dane EIA pokazały, że to właśnie rosnąca podaż paliw przy normalizacji popytu (-0,7% r/r w przypadku benzyny r/r) będzie głównym obciążeniem rentowności przerobu w kolejnych miesiącach. (K. Kliszcz)**

Zapasy benzyny w USA w mln boe



Źródło: Bloomberg

Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



Źródło: Bloomberg

Energa

Trzymaj – z dn. 27.01.17
Cena docelowa: 9,20 PLN

Wstępne wyniki za 1Q'17

Energa podała, że EBITDA za 1Q'17 wyniosła 601 mln PLN (644 mln PLN przed rokiem), z czego dystrybucja wypracowała 530 mln PLN (499 mln PLN przed rokiem), wytwarzanie 104 mln PLN (133 mln PLN przed rokiem) i obrót -9 mln PLN (28 mln PLN przed rokiem). Dodatkowo na poziomie przychodów finansowych Spółka przeszacuje pakiet akcji Polimexu na kwotę 53 mln PLN. Wolumen produkcji energii brutto był zbliżony r/r, podobnie jak wolumen w dystrybucji. Sprzedaż detaliczna wzrosła o 4% r/r. **Spadek wyników r/r był oczekiwany i zapowiadany przez Zarząd przy okazji konferencji wynikowej za 4Q'16. Niemniej jednak struktura wyników nieco zaskakuje. Poprawa w dystrybucji mimo sygnalizowanej zaniżonej bazy kosztowej w 2016 roku jest największą niespodzianką, ale może mieć charakter nieco przypadkowy i wynikać z korzystniejszej struktury dostaw (większy wolumen w bardziej marżowych grupach klientów), mniejszej skali prac remontowych z uwagi na pogodę oraz jakichś przesunięć na różnicy bilansowej. Ubytek wyniku w wytwarzania to zapewne przede wszystkim efekt spadku cen zielonych certyfikatów. Ten sam czynnik przełożył się również na słaby wynik na handlu (Spółka nie wypowiedziała długoterminowych umów na odkup certyfikatów po cenach znacznie wyższych niż rynkowe). Podsumowując, wyniki potwierdzają nasze oczekiwania dotyczące spadku EBITDA w tym roku. Konsensus na poziomie ponad 2 mld PLN może być zawyżony o około 0,15 mld PLN. (K. Kliszcz)**

Rynek miedzi

Rio Tinto obniża założenia produkcji miedzi na 2017 rok

Rio Tinto obniżyło prognozę produkcji miedzi we własnych kopalniach z 525-665 tys. ton do 500-550 tys. ton. Powodem rewizji prognozy był strajk w kopalni Escondida oraz problemy z wysyłką koncentratu z Grasberg. http://on.barrons.com/2oNsu3z **(J. Szkopek)**

Rynek kauczuków

Import butadienu z Azji może wpłynąć na ceny w Europie

ICIS ostrzega przed importem taniego butadienu z Azji do Europy. Według agencji na maj zakontraktowano dostawy butadienu z Azji do Rotterdamu po cenach 1475 USD/t, podczas gdy ceny na kwiecień w Europie opiewały na 1750 USD/t. Powodem importu butadienu z Azji do Europy są spadki cen w Chinach (obecnie ceny w Azji są niższe niż na Starym Kontynencie). ICIS ostrzega również przed ponownym włączeniem instalacji produkujących butadien (te wspierały ceny w 1Q'17). http://bit.ly/2op1jcP **(J. Szkopek)**

Boryszew

Zakończenie odbudowy zakładu w Prenzlau

Boryszew otworzył w środę zakład produkcyjny w niemieckim Prenzlau. Koszt inwestycji wyniósł ok. 22 mln EUR. Zakładane na ten rok przychody nowej fabryki to ok. 35 mln EUR. Spółka planuje budowę podobnego zakładu w Polsce, w Toruniu – poinformował prezes Boryszewa Jarosław Michniuk. **(J. Szkopek)**

Elemental Holding

Zwiększenie zaangażowania

Spółka poinformowała w komunikacie bieżącym o zwiększeniu przez Altus zaangażowania w Elemental Holding do 20,55% (wcześniej 18,79%). **Naszym zdaniem zwiększenie zaangażowania może wynikać z zakupu akcji przez głównego akcjonariusza Elemental (Pawła Jarskiego), który swoje udziały kontroluje za pośrednictwem Altus. (J. Szkopek)**

Kernel

Trzymaj – z dn. 27.01.17
Cena docelowa: 73,90 PLN

Dane wolumenowe za 3Q'17 (1Q'17)

Spółka poinformowała, że wolumen sprzedaży oleju luzem w 3Q'17 (1Q'17) wyniósł 293,8 tys. ton i był o 8,2% r/r niższy w efekcie przesunięcia części dostaw do klientów na 4Q'17 (2Q'17). Wielkość przerobu słonecznika w Grupie Kernel w 3Q'17 (1Q'17) wyniosła 860,6 tys. ton i była o 22,2% r/r wyższa (przerób sugeruje wysoką sprzedaż oleju w kolejnym kwartale. Sprzedaż zbóż była porównywalna w 3Q'17 (1Q'17) z analogicznym okresem roku ubiegłego (-1,7% r/r). Eksport zbóż wyniósł 1614,1 tys. ton i był o 9,7% r/r wyższy, głównie za sprawą wysokiego wykorzystania mocy przeładunkowej w portach na Ukrainie oraz usprawnieniu wysyłki w porcie w Tamanie (Rosja). Sprzedaż oleju butelkowanego w 3Q'17 (1Q'17) wyniosła 34,6 tys. ton i była o 21,3% r/r wyższa, głownie w efekcie zwiększenia sprzedaży eksportowej. **Według naszych wstępnych szacunków przedstawione wstępne dane wolumenowe implikują, ze skonsolidowane przychody ze sprzedaży Kernel w 3Q'17 (1Q'17) wyniosą 632,8 mln USD (+4,2% r/r), EBITDA 86,5 mln USD (-12,5% r/r) oraz wynik netto 60,0 mln PLN (-34,9% r/r). Oczekujemy, że w 3Q'17 (1Q'17) Grupie uda się poprawić EBITDA w segmentach oleju butelkowanego (+20,4% r/r; efekt wyższej sprzedaży), usług przechowywania zboża (+13,3% r/r), oraz usług przeładunku zbóż (+10,0% r/r). Oczekujemy, że pod presją będzie się utrzymywać wynik EBITDA segmentu oleju luzem (-20,5% r/r – efekt niższych realizowanych marży przez wzrost konkurencji) oraz segmentu rolnego (-23,6% r/r – większość wyniku segmentu została zaksięgowana w dwóch pierwszych kwartałach). W 3Q'17 (1Q'17) oczekujemy małego pozytywnego efekty (+1,6 mln USD) z tytułu umocnienia UAH do USD (przeszacowania należności VAT). Po 1-3Q'17 nasza całoroczna prognoza przychodów wykonana będzie w 70%, EBITDA 77%, a wynik netto 84% (brak ryzyka do realizacji całorocznej prognozy). (J. Szkopek)**

Trakcja

Kontrakt na 68 mln PLN

Trakcja PRKiI podpisała umowę o wartości 68 mln PLN netto na przebudowę 30-kilometrowego odcinka drogi wojewódzkiej Stolno–Wąbrzeźno w okolicach Chełmna. Termin realizacji zadania przypada na połowę czerwca 2019 r. **Wiadomość neutralna. Wartość kontraktu nie przekracza 5% rocznych przychodów spółki. (P. Zybała)**

Pozostałe wiadomości ze spółek

Action

Wywiad z prezesem:

- w optymistycznym scenariuszu do głosowania nad układem może dość przed końcem '17

- w ciągu dwóch-trzech miesięcy Action chciałby powrócić do rentowności

- w ramach restrukturyzacji spółka zmniejszyła zatrudnienie o blisko 200 osób

- obecnie Action rozszerza ofertę produktów, a liczba klientów miała powrócić do poziomu sprzed roku

American Express

EPS w 1Q'17 wyniósł $1,34 vs oczekiwane $1,28.

Asseco Poland

Asseco Poland podpisało z ZUS umowę o wartości 1,85 mln PLN na modyfikację KSI.

Black Rock

EPS w 1Q'17 wyniósł $5,25 vs oczekiwane $4,89.

Boryszew

Sprzedaż samochodów w Europie w marcu wyniosła 1,94 mln sztuk (11% r/r).

Comp

UOKiK wszczął postępowanie w sprawie zmowy przetargowej. O praktyki niezgodne z prawem podejrzewane są: Enigma Systemy Ochrony Informacji z grupy Compu, Enamor i Koncept. Według UOKiK przedsiębiorcy próbowali wpłynąć na przetarg Policji na urządzenia kryptograficzne.

Dekpol

Dekpol w 1Q '17 sprzedał 229 mieszkań wobec 146 rok wcześniej.

Dektra

Zarząd rekomenduje wypłatę 1,05 PLN DPS z zysku za '16; ustalenie 30 czerwca, wypłata 11 sierpnia.

e-Muzyka

Zarząd rekomenduje wypłatę 0,74 PLN DPS z zysku za '16 (DYield przy cenie 2,35 PLN wynosi 31,5%).

eBay

Skorygowany EPS za 1Q'17 wyniósł $0,49 vs oczekiwane $0,48; przychody wyniosły $2,22 mld (3,7%). eBay spodziewa się w 2Q'17 EPS na poziomie $0,43-0,45 vs $0,47 oczekiwane przez rynek.

Energa	Energa szacuje, że w 1Q'17 miała 601 mln PLN skonsolidowanego wyniku EBITDA, w tym 530 mln PLN przypadło na segment dystrybucji, 104 mln PLN na wytwarzanie oraz -9 mln PLN na segment sprzedaży. Na wynik brutto w 1Q'17 wpływ miała wycena opcji na akcje spółki Polimex-Mostostal w wysokości 53 mln PLN.
Eurotel	Zarząd rekomenduje wypłatę 1,9 PLN DPS z zysku za '16.
GetBack	Rzeczpospolita podaje, że GetBack rozpoczął negocjacje ze znaczącymi akcjonariuszami dwóch podmiotów z branży zarządzania wierzytelnościami w sprawie nabycia akcji tych podmiotów (Rzeczpospolita).
Helio	Helio spodziewa się w 3Q'16/'17 ok. dwukrotnie wyższego wyniku finansowego r/r.
IBM	EPS w 1Q'17 wyniósł $2,38 vs oczekiwane $2,35; przychody wyniosły $18,16 vs oczekiwane $18,39. W całym '17 spółka prognozuje EPS na poziomie $13,80 vs $13,78 zakładane przez konsensus.
JSW	Ceny australijskiego węgla koksowego spadły do 302 USD/t (-3,3%).
Morgan Stanley	EPS w 1Q'17 wyniósł $1 vs oczekiwane $0,88; przychody wyniosły $9,75 mld USD vs oczekiwane $9,29 mld.
Nowa Gala	AgioFunds TFI posiada 5,35% udział w ogólnej liczbie głosów vs 4,93% przed dokonaniem zmiany.
Orange	ZWZ Orange Polska zdecydowało o niewypłacaniu dywidendy za '16.
Pekao	WZA uchwaliło wypłatę 8,68 PLN DPS z zysku za '16; ustalenie 21 czerwca, wypłata 6 lipca.
PGNiG	Sofie Leweson, która koordynuje prace ze strony duńskiego operatora Energinet.dk, powiedziała, że wstępne analizy wykazały zainteresowanie rynku korzystaniem z możliwości, jakie daje Baltic Pipe oraz, że nowe połączenie może pomóc w obniżeniu wydatków związanych z zakupem gazu ziemnego.
PKN Orlen, Lotos	PKN Orlen na koniec marca miał 1.758 stacji paliw; Lotos 487 stacji – POPiHN.
Polska	Ceny według HICP w Polsce w marcu: 1,8% r/r – Eurostat. Dane GUS o wynagrodzeniu i zatrudnieniu w marcu: - Wynagrodzenie: 5,2% r/r i 6,3% m/m vs oczekiwane 4,1% r/r i 5,2% m/m - Zatrudnienie: 4,5% r/r i 0,1% m/m vs oczekiwane 4,6% r/r i 0,2% m/m
Raiffeisen	Skonsolidowany Raiffeisen Bank Polska wynik za 1Q'17 będzie niższy o 92,3 mln PLN z tytułu odpisu marki Polbank.
Seko	Zarząd rekomenduje wypłatę 0,31 PLN DPS z zysku za '16; ustalenie 12 czerwca, wypłata 3 lipca.
Selvita	Backlog Selvity na '17 wynosi 80 mln PLN; przychody w '16 wyniosły 66,7 mln PLN (19% r/r). Wywiad z prezesem: - Zarząd zakłada pozyskanie w '17 inwestora do spółki powiązanej z Nodthera - Sprzedaż projektu SEL120 prawdopodobnie nie nastąpi w '17 - Selvita planuje budowę kompleksu laboratoriów w Krakowie i w latach '18-'19 chce na ten cel przeznaczyć ok. 62 mln PLN
Soho Development, Marvipol	Akcjonariusze Soho Development i spółka zależna Marvipolu, KH 1, nie doszli do porozumienia w kwestii sprzedaży do 33% akcji Soho na rzecz KH 1.
Stalprofil	Zarząd rekomenduje wypłatę 0,1 PLN DPS z zysku za '16; ustalenie 5 września, wypłata 26 września.
Strefa euro	Nadwyżka w handlu w lutym: €17,8 mld vs oczekiwane €16,2 mld. Ceny konsumpcyjne w marcu: 1,5% r/r, zgodnie z oczekiwaniami - Eurostat.
The Farm 51	Skarbiec TFI posiada 4,94% ogólnej liczby głosów vs 5,3% przed dokonaniem zmiany.
Wielka Brytania	Sondaże dot. poparcia partii: - Konserwatyści: 44-46% - Partia Pracy: 23-26% - Liberalni Demokraci: ~11% - UKIP: ~10%

Wielka Brytania Brytyjska Izba Gmin wyraziła zgodę na skrócenie kadencji parlamentu i rozpisanie przedterminowych wyborów.

Work Service Work Service chce pozyskać z prywatnej emisji 20,5 mln PLN.

Yahoo EPS w 1Q'17 wyniósł $0,18 vs oczekiwane $0,14; przychody wyniosły $1,33 mld vs oczekiwane $1,23 mld.

Żywiec WZA uchwaliło wypłatę łącznie 29 PLN DPS z zysku za '16, czyli dodatkowo 18 PLN DPS po odliczeniu wcześniej wypłaconej zaliczki (11 PLN DPS).

Makroekonomia

Płace przyspieszają ponownie, zatrudnienie nieznacznie rozczarowuje. Rynek pracy zachowuje bardzo dobrą formę.

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w marcu o 4,5% w ujęciu rocznym, czyli minimalnie poniżej konsensusu rynkowego oraz naszej prognozy. W ujęciu miesięcznym przybyło 5,5 tys. etatów (szacowaliśmy co najmniej dwukrotnie większy wzrost). Nie będziemy wyrokować o konkretnych przyczynach tego zaskoczenia, poczekamy na szczegółowe dane publikowane pod koniec miesiąca w Biuletynie Statystycznym GUS. Marcowy odczyt nie zmienia zbyt wiele w szerszym spojrzeniu na rynek pracy. Można go traktować jako odreagowanie po bardzo solidnych wzrostach w styczniu i marcu (na tle poprzednich lat ten marzec też nie wypada słabo; zdarzały się odczyty ujemne). Rok 2017 wciąż jest jednym z najlepszych pod względem zatrudnienia i zapewne tak już pozostanie. Jest jeszcze zbyt wcześnie, aby w statystykach zatrudnienia w SP dostrzegać efekty zbliżających się wąskich gardeł na rynku pracy (zmniejszanie liczby osób w wieku produkcyjnym, zahamowanie napływu / odpływ pracowników z Ukrainy).

Przeciętne wynagrodzenie wzrosło w marcu w ujęciu rocznym o 5,2%, bijąc na głowę zarówno oczekiwania rynkowe (4,3%), jak i naszą prognozę (4,5%). Jak zwykle, na tym etapie nie jesteśmy w stanie określić przyczyn zaskoczenia, jednak miks czynników oddziałujących na dynamikę przeciętnego wynagrodzenia był jednoznacznie pozytywny w tym miesiącu: przesunięcie wypłat premii w górnictwie, ogłoszone podwyżki płac w handlu oraz pozytywna różnica dni roboczych (+1 zamiast -1 r/r).

Niezależnie od przyczyn stojących za niespodzianką w jednym czy drugim miesiącu, nie należy mieć wątpliwości, że trend w przypadku płac pozostaje wzrostowy. Przyjmując szerszą perspektywę, dostrzegamy, że czynniki strukturalne faworyzują wyraźnie wyższą dynamikę płac. Po pierwsze, stale zacieśnia się rynek pracy i na początku roku nasze wskaźniki zacieśnienia rynku pracy po raz kolejny wzrosły. Po drugie, niedawny epizod wzrostu inflacji na przełomie roku był napędzany przez kategorie kluczowe z punktu widzenia formowania oczekiwań inflacyjnych przez gospodarstwa domowe (żywność, paliwa), tj. takie, których ceny są obserwowane często, są zmienne, a same dobra – mają charakter zakupów pierwszej potrzeby. W konsekwencji, wzrost inflacji na początku roku sprzyjał formułowaniu żądań płacowych i sprzyjał utrzymaniu wysokiej dynamiki wynagrodzeń realnych, którą gospodarstwa domowe były wcześniej rozpieszczane.

Przyspieszenie po stronie wynagrodzeń powinno w pierwszej kolejności oddalić część obaw o płace realne w tym roku i o spowolnienie konsumpcji w drugiej połowie roku – my od dłuższego czasu tej tezie nie dawaliśmy wiary, miło jest niemniej jednak otrzymać potwierdzenie w twardych danych. Gwoli ścisłości: stawialiśmy na mechanizm wyrównywania dochodów w czasie; jeśli jeszcze wsparty zostanie bieżący dochód realny, tym gorzej dla wieszczy spowolnienia konsumpcji w drugiej połowie roku. Z punktu widzenia RPP dane te są neutralne. Do czasu uzyskania konkretnych dowodów presji cenowej (wyraźnie wyższa ścieżka inflacji od oczekiwanej), przyspieszenie płac – będąc równoległym do przyspieszenia wzrostu PKB – może być postrzegane przez RPP jako niegroźne, bo nie zwiększa (w świetle prostych heurystyk) jednostkowych kosztów pracy. Taki prosty model jest oczywiście krótkowzroczny i konsekwencje po stronie cenowej zobaczymy jeszcze w tym roku. Co więcej, epizod z lat 2007-2008 (jak wskazywaliśmy wielokrotnie) sugeruje, że niespodzianki w płacach występują seriami – z tego względu dane z rynku pracy niedługo powinny wzbudzać więcej emocji.

mBank Research
(Ernest Pytlarczyk, Marcin Mazurek, Piotr Bartkiewicz, Karol Klimas)
research@mBank.pl

Kalendarium spółek

Czwartek, 20 kwietnia 2017	
Grupa Azoty	Publikacja skonsolidowanego oraz jednostkowego raportu za 2016 rok.
Piątek, 21 kwietnia 2017	
Alior Bank	NWZA ws. zmian w składzie RN
ING BSK	ZWZA ws. m.in. podziału zysku za 2016 r.

Kalendarium makro

Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
Czwartek, 20 kwietnia 2017					
01:50	Japonia	Eksport	Marzec	5,00%	11,30%
01:50	Japonia	Zagraniczne inwestycje w obligacje japońskie	15 kwietnia		586,80 mld
01:50	Japonia	Zagraniczne inwestycje w akcje japońskie	15 kwietnia		441,00 mld
01:50	Japonia	Import	Marzec	10,00%	1,20%
01:50	Japonia	Japońskie inwestycje w zagraniczne obligacje	15 kwietnia		217,68 mld
01:50	Japonia	Japońskie inwestycje w zagraniczne akcje	15 kwietnia		-82,90 mld
01:50	Japonia	Bilans handlu zagranicznego	Marzec	780 mld	813 mld
08:00	Niemcy	Inflacja PPI	Marzec	0,40% m/m; 3,40% r/r	0,20% m/m; 3,10% r/r
11:00	UE	Zamówienia budowlane	Luty	12,00% m/m; 9,10% r/r	-2,30% m/m; -6,20% r/r
16:00	UE	Indeks zaufania konsumentów (P)	Kwiecień	-4,25	-5,00
16:30	USA	Zapasy gazu ziemnego	14 kwietnia		2061 mld
17:00	USA	Zapasy ropy Crude	14 kwietnia		533,40 mln
Piątek, 21 kwietnia 2017					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
09:00	Francja	Indeks PMI przemysłu (P)	Kwiecień	53,00	53,30
09:00	Francja	Indeks PMI usług (P)	Kwiecień	57,00	57,50
09:30	Niemcy	Indeks PMI przemysłu (P)	Kwiecień	58,00	58,30
09:30	Niemcy	Indeks PMI usług (P)	Kwiecień	55,50	55,60
10:00	UE	Bilans obrotów kapitałowych	Luty		-0,10 mld
10:00	UE	Bilans obrotów bieżących	Luty		24,10 mld
10:00	UE	Bilans obrotów finansowych	Luty		21,00 mld
10:00	UE	Indeks PMI przemysłu (P)	Kwiecień	56,10	56,20
10:00	UE	Indeks PMI usług (P)	Kwiecień	56,40	56,00
10:30	UK	Sprzedaż detaliczna	Marzec	-0,20% m/m; 3,65% r/r	1,40% m/m; 3,70% r/r
10:30	UK	Sprzedaż detaliczna bez samochodów	Marzec		1,30% m/m; 4,10% r/r
15:45	USA	Indeks PMI zbiorczy (P)	Kwiecień		53,00
15:45	USA	Indeks PMI usług (P)	Kwiecień		52,80
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	Marzec	5,51 mln	5,48 mln
Poniedziałek, 24 kwietnia 2017					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
10:00	Niemcy	IFO Indeks nastrojów w biznesie	Kwiecień		112,30
	Japonia	Indeks wskaźników wyprzedzających (F)	Luty		104,90
Wtorek, 25 kwietnia 2017					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
15:00	USA	Indeks cen nieruchomości	Luty		0,00% m/m
16:00	USA	Indeks Fed z Richmond	Kwiecień		22
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	Marzec		592 tys.
Środa, 26 kwietnia 2017					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
08:45	Francja	Indeks zaufania konsumentów	Kwiecień		100
	Japonia	Stopa procentowa			-0,10%

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E		EV/EBITDA	
							2017	2018	2017	2018
Banki										
ALIOR BANK	kupuj	2017-03-16	71,97	90,00	70,87	+27,0%	22,6	10,6		
BZ WBK	redukuj	2017-01-27	355,00	332,34	353,85	-6,1%	15,8	13,1		
GETIN NOBLE BANK	trzymaj	2017-03-01	2,02	2,14	1,80	+18,9%	9,5	5,0		
HANDLOWY	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	73,00	+16,4%	17,2	13,5		
ING BSK	redukuj	2017-04-05	171,00	152,39	169,00	-9,8%	15,0	13,3		
MILLENNIUM	redukuj	2017-04-05	6,67	5,81	6,31	-7,9%	12,1	10,6		
PEKAO	akumuluj	2017-04-05	134,60	146,10	137,00	+6,6%	15,9	15,2		
PKO BP	redukuj	2017-03-01	33,28	31,20	33,21	-6,1%	14,1	12,5		
KOMERCNI BANKA	akumuluj	2017-01-27	892,60	1 011,37 CZK	933,00	+8,4%	13,8	12,5		
ERSTE BANK	kupuj	2017-01-27	28,60	35,98 EUR	29,84	+20,6%	10,4	9,2		
OTP BANK	akumuluj	2017-03-01	8 450	9 031,25 HUF	8 141	+10,9%	10,2	9,4		
Ubezpieczyciele										
PZU	kupuj	2017-01-27	35,50	44,63	38,70	+15,3%	14,3	10,0		
Usługi finansowe										
KRUK	redukuj	2017-01-27	249,15	219,64	260,30	-15,6%	17,2	15,1		
PRIME CAR MANAGEMENT	kupuj	2017-01-27	34,91	46,43	29,60	+56,9%	8,6	7,7		
SKARBIEC HOLDING	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	30,50	+51,7%	7,7	6,7		
Paliwa, Chemia										
CIECH	trzymaj	2017-03-24	81,00	82,00	76,70	+6,9%	11,3	14,5	6,9	7,8
GRUPA AZOTY	trzymaj	2017-01-26	70,41	73,90	68,21	+8,3%	15,8	15,1	7,4	7,0
LOTOS	sprzedaj	2017-03-01	48,63	36,27	52,81	-31,3%	16,6	12,9	8,1	6,1
MOL	redukuj	2016-12-20	20 620	18 970 HUF	21 090	-10,1%	12,6	10,7	5,3	4,8
PGNIG	kupuj	2017-02-27	6,12	7,25	6,31	+14,9%	11,8	9,6	5,0	4,2
PKN ORLEN	sprzedaj	2016-12-20	87,17	66,13	111,50	-40,7%	13,7	17,6	8,2	9,0
POLWAX	kupuj	2017-01-13	16,60	25,95	15,35	+69,1%	6,5	6,6	5,5	6,5
SYNTHOS	sprzedaj	2017-01-17	5,30	3,72	5,21	-28,6%	14,3	18,9	9,1	10,9
Energetyka										
CEZ	akumuluj	2017-03-01	450,50	496,80 CZK	434,20	+14,4%	14,6	14,1	6,7	6,6
ENEA	sprzedaj	2017-03-01	10,67	8,81	11,31	-22,1%	7,3	6,2	4,8	3,9
ENERGA	trzymaj	2017-01-27	10,20	9,20	10,05	-8,5%	8,2	7,6	4,6	4,5
PGE	trzymaj	2016-10-04	10,18	10,63	11,69	-9,1%	9,6	9,1	5,3	5,3
TAURON	trzymaj	2017-04-05	3,35	3,03	3,14	-3,5%	5,6	5,4	4,8	5,0
Telekomunikacja										
NETIA	akumuluj	2017-01-27	4,58	4,90	4,55	+7,7%	-	-	4,7	5,0
ORANGE POLSKA	kupuj	2017-03-09	4,67	6,90	4,46	+54,7%	579,9	50,1	4,5	4,3
Media										
AGORA	akumuluj	2017-01-27	12,90	13,90	14,47	-3,9%	-	-	6,7	6,6
CYFROWY POLSAT	redukuj	2017-01-27	24,65	22,30	24,53	-9,1%	16,8	14,0	7,3	7,0
WIRTUALNA POLSKA	akumuluj	2017-01-27	56,60	61,00	53,49	+14,0%	20,5	16,7	11,6	9,8
IT										
ASSECO POLAND	redukuj	2017-02-24	55,81	53,00	54,69	-3,1%	14,4	14,0	6,6	6,2
CD PROJEKT	sprzedaj	2017-01-26	59,63	43,40	70,05	-38,0%	46,1	45,7	33,6	33,1
COMARCH	akumuluj	2017-03-01	204,80	205,00	226,80	-9,6%	22,9	19,4	9,7	8,9
Przemysł i metale										
FAMUR	zawieszona	2016-11-30	4,22	-	5,58	-	-	-	-	-
KERNEL	trzymaj	2017-01-27	76,75	73,90	70,00	+5,6%	5,4	5,8	4,1	3,9
KĘTY	trzymaj	2017-01-27	416,80	387,90	413,00	-6,1%	15,6	15,9	10,8	10,1
KGHM	akumuluj	2017-04-05	120,10	132,22	121,00	+9,3%	7,2	8,0	4,7	4,7
STELMET	akumuluj	2017-01-27	32,30	33,80	28,00	+20,7%	14,4	11,2	9,6	7,6
UNIWHEELS	akumuluj	2017-01-27	236,00	258,00	235,50	+9,6%	10,3	10,2	8,2	8,2
Budownictwo										
BUDIMEX	akumuluj	2017-01-27	217,00	238,40	259,00	-8,0%	16,5	18,5	8,7	10,3
ELEKTROBUDOWA	trzymaj	2017-04-05	139,90	146,00	126,95	+15,0%	12,3	13,1	6,5	6,6
ERBUD	trzymaj	2017-04-05	32,98	33,50	32,80	+2,1%	13,2	12,9	5,6	5,4
UNIBEP	akumuluj	2017-03-01	12,59	12,80	13,83	-7,4%	11,6	12,1	7,9	8,0
Deweloperzy										
ATAL	kupuj	2017-04-10	34,89	44,10	35,35	+24,8%	7,6	7,5	6,9	6,8
CAPITAL PARK	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	5,86	+38,1%	41,8	7,7	118,3	13,7
DOM DEVELOPMENT	akumuluj	2017-01-27	64,94	72,50	70,50	+2,8%	10,6	10,3	8,2	8,0
ECHO	kupuj	2017-01-25	5,69	6,64	5,91	+12,4%	10,9	8,8	12,7	10,7
GTC	akumuluj	2017-01-25	8,65	9,59	8,94	+7,3%	7,9	11,5	10,3	14,4
ROBYG	kupuj	2017-01-27	3,00	3,95	3,37	+17,2%	11,0	6,8	11,9	6,8
Handel										
AMREST	akumuluj	2017-01-27	347,00	367,00	344,80	+6,4%	29,6	21,9	11,7	9,2
CCC	trzymaj	2017-03-01	225,50	219,00	224,80	-2,6%	22,6	18,4	15,9	13,1
EUROCASH	kupuj	2017-01-27	39,90	46,20	32,70	+41,3%	17,9	13,6	8,5	6,7
JERONIMO MARTINS	akumuluj	2017-01-27	15,66	16,90 EUR	16,49	+2,5%	22,5	20,4	11,5	10,6
LPP	sprzedaj	2017-04-05	6 635	5 300	6 781	-21,8%	26,8	20,3	14,9	11,9
TXM	kupuj	2017-03-09	5,50	6,95	5,11	+36,0%	10,1	8,1	7,0	5,9
Inne										
PBKM	akumuluj	2017-04-05	60,50	70,00	59,00	+18,6%	10,1	8,4	6,9	5,8
WORK SERVICE	zawieszona	2016-12-06	10,17	-	10,20	-	-	-	-	-

Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej (2017-04-19)

		P/E			ROE			P/BV			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE BANKI													
Alior Bank	70,9	11,6	22,6	10,6	13%	6%	12%	1,5	1,4	1,2	0,0%	0,0%	0,0%
BZ WBK	353,9	16,2	15,8	13,1	11%	10%	11%	1,8	1,6	1,4	6,4%	0,0%	0,0%
Getin Noble Bank	1,80	-	9,5	5,0	-1%	4%	6%	0,3	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	73,0	15,9	17,2	13,5	9%	8%	10%	1,4	1,4	1,3	6,4%	6,3%	5,8%
ING BSK	169,0	17,5	15,0	13,3	12%	12%	12%	2,1	1,7	1,5	2,5%	0,0%	1,7%
Millennium	6,3	10,9	12,1	10,6	10%	9%	9%	1,1	1,0	0,9	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	137,0	15,8	15,9	15,2	10%	10%	10%	1,6	1,5	1,5	6,2%	6,3%	6,1%
PKO BP	33,2	14,4	14,1	12,5	9%	8%	9%	1,3	1,1	1,0	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		**15,8**	**15,4**	**12,8**	**10%**	**8%**	**10%**	**1,4**	**1,4**	**1,3**	**1,3%**	**0,0%**	**0,0%**
INWESTORZY POLSKICH BANKÓW													
BCP	0,19	-	17,2	8,6	-1%	4%	6%	0,4	0,6	0,6	0,0%	0,0%	1,6%
Citigroup	57,7	12,2	11,2	9,8	6%	7%	7%	0,8	0,7	0,7	0,7%	1,4%	2,0%
Commerzbank	8,2	13,2	18,9	12,0	2%	2%	2%	0,4	0,4	0,3	0,0%	0,0%	0,3%
ING	14,2	12,2	11,6	11,1	9%	9%	10%	1,1	1,1	1,0	4,8%	4,9%	5,1%
KBC	60,3	11,3	11,7	11,5	15%	13%	13%	1,6	1,5	1,4	4,9%	4,9%	5,1%
Santander	5,6	13,0	12,4	11,4	7%	7%	8%	0,9	0,9	0,8	3,5%	3,7%	4,0%
UCI	13,6	-	12,3	9,0	-13%	6%	6%	0,4	0,6	0,5	0,0%	1,8%	2,9%
Mediana		**12,2**	**12,3**	**11,1**	**6%**	**7%**	**7%**	**0,8**	**0,7**	**0,7**	**0,7%**	**1,8%**	**2,9%**
ZAGRANICZNE BANKI													
Erste Bank*	29,8	10,1	10,4	9,2	11%	10%	10%	1,0	1,0	0,9	1,7%	3,4%	3,1%
Komercni Banka*	933	12,9	13,8	12,5	13%	12%	12%	1,7	1,6	1,5	6,6%	4,3%	4,4%
OTP*	8 141	10,8	10,2	9,4	15%	14%	14%	1,5	1,4	1,3	2,2%	2,7%	2,8%
Banco Popular Espanol	0,69	-	24,5	5,8	-22%	2%	4%	0,2	0,3	0,3	0,0%	0,4%	2,2%
Deutsche Bank	15,0	13,9	14,2	9,1	-3%	2%	4%	0,4	0,4	0,4	0,0%	0,7%	2,5%
Sberbank	153,60	6,6	5,4	4,9	20%	20%	20%	1,2	1,0	0,9	3,1%	4,1%	5,3%
VTB Bank	0,06	21,3	10,7	9,1	3%	6%	8%	0,8	0,6	0,7	1,6%	1,6%	3,1%
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	1,75	38,0	8,7	4,9	1%	4%	6%	0,3	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
National Bank of Greece	0,26	-	8,8	5,4	0%	4%	6%	0,3	0,3	0,3	0,0%	0,0%	1,2%
Eurobank Ergasias	0,62	7,7	6,9	3,7	3%	3%	6%	0,2	0,2	0,2	0,0%	0,0%	1,5%
Akbank	9,12	7,8	7,3	6,5	16%	15%	14%	1,1	1,0	0,9	2,5%	2,4%	3,1%
Turkiye Garanti Bank	9,52	8,2	7,2	6,0	15%	15%	16%	1,1	1,0	0,9	1,8%	2,2%	2,4%
Turkiye Halk Bank	11,41	5,1	4,6	4,0	14%	14%	14%	0,6	0,6	0,5	1,7%	1,7%	2,5%
Turkiye Vakiflar Bankasi	6,00	6,3	6,8	5,4	13%	10%	12%	0,8	0,7	0,6	0,7%	0,7%	0,8%
Yapi ve Kredi Bankasi	4,23	6,3	6,0	5,2	12%	11%	12%	0,7	0,6	0,6	0,3%	0,4%	0,8%
Mediana		**8,2**	**8,0**	**5,6**	**11%**	**10%**	**11%**	**0,7**	**0,6**	**0,6**	**1,1%**	**1,1%**	**2,4%**

Wycena spółek ubezpieczeniowych (2017-04-19)

		P/E			ROE			P/BV			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI													
PZU	38,7	17,0	14,3	10,0	15%	17%	22%	2,6	2,4	2,1	5,4%	3,2%	5,6%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI													
Vienna Insurance G.	22,3	10,4	10,4	10,1	6%	6%	6%	0,6	0,6	0,6	3,4%	3,8%	4,1%
Uniqa	7,2	19,4	10,6	9,9	5%	7%	7%	0,7	0,7	0,7	6,7%	7,1%	7,4%
Aegon	4,5	9,9	7,1	6,9	3%	6%	6%	0,5	0,4	0,4	5,8%	6,0%	6,2%
Allianz	168,7	11,3	10,8	10,3	10%	10%	10%	1,1	1,1	1,0	4,4%	4,7%	4,9%
Aviva	5,1	10,2	9,5	8,8	10%	11%	11%	1,2	1,2	1,2	4,6%	5,2%	5,6%
AXA	22,8	9,9	9,5	9,0	8%	8%	9%	0,8	0,8	0,7	5,1%	5,3%	5,6%
Baloise	138,3	12,9	12,1	11,8	9%	9%	9%	1,1	1,1	1,1	3,7%	3,9%	4,0%
Assicurazioni Generali	14,1	10,1	9,5	9,1	9%	9%	9%	0,9	0,9	0,9	5,5%	5,9%	6,3%
Helvetia	546,5	13,4	11,6	10,5	9%	10%	11%	1,1	1,1	1,0	3,7%	4,2%	4,6%
Mapfre	3,2	13,2	11,8	11,0	9%	9%	10%	1,1	1,0	1,0	4,2%	4,7%	5,1%
RSA Insurance	5,7	16,4	13,4	11,5	10%	12%	13%	1,6	1,6	1,5	2,5%	3,6%	4,8%
Zurich Financial	263,5	11,9	11,7	10,8	10%	11%	12%	1,2	1,3	1,2	6,5%	6,6%	6,8%
Mediana		**11,6**	**10,7**	**10,2**	**9%**	**9%**	**10%**	**1,1**	**1,1**	**1,0**	**4,5%**	**4,9%**	**5,3%**

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

Wycena spółek rafineryjnych i gazowych (2017-04-19)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	52,8	5,0	8,1	6,1	0,7	0,6	0,5	9,6	16,6	12,9	14%	7%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
MOL	21 090	4,9	5,3	4,8	0,9	0,7	0,6	8,2	12,6	10,7	17%	13%	13%	2,5%	2,7%	2,8%
PKN Orlen	111,5	5,6	8,2	9,0	0,7	0,5	0,5	9,1	13,7	17,6	12%	6%	5%	1,8%	2,2%	2,6%
HollyFrontier	26,4	11,0	6,4	5,3	0,7	0,6	0,5	52,3	16,3	10,6	6%	9%	10%	5,0%	5,0%	5,1%
Tesoro	75,5	7,4	5,5	4,9	0,6	0,5	0,5	18,5	13,4	10,9	8%	8%	10%	2,8%	3,1%	3,2%
Valero Energy	63,5	6,7	5,7	5,1	0,5	0,4	0,4	17,3	12,7	10,3	7%	7%	7%	3,8%	4,4%	4,7%
Marathon Petroleum	48,2	10,0	7,9	7,1	0,7	0,6	0,5	24,6	16,5	12,9	7%	7%	8%	2,8%	3,1%	3,3%
Phillips 66	75,3	11,5	8,8	7,3	0,6	0,4	0,4	24,6	16,8	11,9	5%	5%	6%	3,2%	3,5%	3,8%
Tupras	84,0	9,7	6,7	6,8	0,8	0,5	0,5	14,2	8,9	8,6	8%	8%	7%	5,8%	8,4%	8,5%
OMV	38,5	5,5	5,1	4,8	1,0	0,8	0,7	11,7	13,6	12,4	17%	16%	15%	2,6%	3,1%	3,2%
Neste Oil	37,4	7,3	8,3	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	5,3	4,7	4,9	5,4	0,5	0,4	0,4	7,1	7,3	8,3	10%	8%	7%	3,7%	5,8%	5,1%
Saras SpA	1,9	3,3	3,5	3,9	0,2	0,2	0,2	10,4	11,0	13,3	7%	6%	5%	5,0%	4,8%	4,4%
Motor Oil	15,6	4,1	4,5	4,8	0,3	0,3	0,3	7,5	8,6	9,6	8%	6%	6%	5,2%	5,3%	5,4%
Mediana		**6,1**	**6,0**	**5,4**	**0,7**	**0,5**	**0,5**	**12,1**	**13,5**	**11,4**	**8%**	**8%**	**7%**	**3,2%**	**3,4%**	**3,6%**
SPÓŁKI GAZOWE																
A2A SpA	1,3	6,8	6,9	6,7	1,6	1,5	1,4	13,7	12,9	12,2	23%	21%	21%	3,5%	4,6%	5,1%
Centrica	209,4	6,3	6,1	5,9	0,6	0,5	0,5	12,8	12,6	11,6	9%	9%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Enagas	24,5	12,1	10,9	11,1	8,9	7,8	7,9	14,0	13,2	13,6	73%	72%	72%	5,7%	6,0%	6,2%
Endesa	21,9	8,3	8,3	8,2	1,4	1,4	1,4	16,9	17,0	17,0	17%	17%	17%	6,0%	6,0%	6,1%
Engie	12,8	5,7	5,9	6,0	0,9	0,9	0,9	12,8	13,3	12,6	16%	16%	15%	7,8%	5,5%	5,5%
Gas Natural SDG	20,1	7,9	8,0	7,7	1,7	1,7	1,6	15,1	14,9	13,8	21%	21%	20%	5,0%	5,0%	5,2%
Hera SpA	2,6	7,2	6,9	6,7	1,4	1,3	1,3	19,4	17,9	17,5	19%	19%	19%	3,5%	3,7%	3,7%
Snam SpA	4,1	12,8	12,5	12,3	10,3	10,0	9,8	17,3	15,6	15,1	80%	79%	80%	5,2%	5,4%	5,4%
PGNiG	6,3	6,2	5,0	4,2	1,1	1,0	0,9	15,5	11,8	9,6	18%	20%	20%	2,9%	3,8%	5,1%
BP	447,8	6,1	4,4	4,0	0,7	0,5	0,5	31,3	15,9	12,8	11%	12%	13%	0,0%	0,0%	0,0%
Eni	14,7	6,7	4,4	3,7	1,2	1,0	1,0	-	22,9	15,6	19%	23%	26%	5,4%	5,5%	5,5%
Gazprom	121,6	3,6	3,4	2,9	0,8	0,8	0,7	3,3	3,6	3,0	23%	24%	25%	6,6%	6,5%	7,7%
NovaTek	678,8	12,0	10,0	9,2	4,1	3,8	3,5	8,1	11,5	10,0	35%	38%	38%	2%	3%	3%
ROMGAZ	30,7	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	24,1	8,3	5,9	5,2	1,2	1,0	0,9	25,0	14,6	11,8	14%	16%	17%	8,4%	8,2%	8,4%
Statoil	142,8	33,3	21,5	19,5	10,3	8,3	7,6	-	15,9	13,0	31%	38%	39%	0,1%	0,1%	0,1%
Total	46,9	7,5	5,7	5,1	1,2	0,9	0,9	16,0	12,8	11,1	16%	17%	17%	5,7%	5,7%	5,7%
Mediana		**7,2**	**6,1**	**6,0**	**1,4**	**1,3**	**1,3**	**15,1**	**13,3**	**12,6**	**19%**	**21%**	**20%**	**5,2%**	**5,4%**	**5,4%**

Wycena spółek energetycznych (2017-04-19)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
EDF	7,4	4,1	4,7	4,3	0,9	0,9	0,9	5,5	10,3	9,6	22%	20%	22%	10,6%	5,4%	5,5%
EDP	3,1	8,4	8,3	8,3	2,0	2,0	2,0	12,1	11,0	11,7	24%	24%	24%	6,2%	6,2%	6,2%
Endesa	21,9	8,3	8,3	8,2	1,4	1,4	1,4	16,9	17,0	17,0	17%	17%	17%	6,0%	6,0%	6,1%
Enel	4,3	6,6	6,4	6,2	1,3	1,3	1,3	13,4	12,2	11,0	20%	21%	21%	4,2%	5,1%	6,1%
EON	7,1	8,9	8,7	8,8	1,1	1,1	1,1	16,8	11,4	11,6	13%	13%	13%	3,0%	4,0%	4,3%
Fortum	12,8	10,4	9,4	9,2	3,1	2,8	2,7	20,4	18,1	17,7	30%	30%	30%	5,9%	6,5%	5,5%
Iberdola	6,6	9,7	9,2	8,8	2,4	2,3	2,3	16,1	15,0	14,1	24%	25%	26%	4,5%	4,8%	5,1%
National Grid	995,7	11,1	11,0	11,4	4,0	3,9	3,8	16,1	15,6	15,2	36%	35%	34%	0,0%	0,0%	0,0%
Red Electrica	18,4	10,1	9,8	9,5	7,7	7,5	7,3	15,4	14,8	14,0	76%	77%	77%	4,7%	5,0%	5,3%
RWE	15,3	6,9	6,7	6,8	0,8	0,8	0,8	13,8	9,9	10,3	11%	12%	12%	1,0%	3,2%	3,4%
SSE	1437,0	9,8	9,6	9,3	0,7	0,7	0,7	12,3	11,8	11,9	7%	8%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbund	15,5	9,0	10,9	12,0	3,1	3,2	3,2	16,4	18,9	22,3	34%	29%	27%	1,7%	1,6%	1,7%
CEZ	434,2	6,8	6,7	6,6	1,9	1,9	1,8	16,4	14,6	14,1	29%	28%	28%	9,2%	6,5%	5,5%
PGE	11,7	3,6	5,3	5,3	1,0	1,1	1,1	8,5	9,6	9,1	26%	21%	21%	2,1%	2,0%	2,6%
Tauron	3,1	4,2	4,8	5,0	0,8	0,9	1,0	15,0	5,6	5,4	19%	19%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Enea	11,3	4,4	4,8	3,9	0,9	1,0	0,9	6,4	7,3	6,2	21%	21%	24%	0,0%	0,0%	0,0%
Energa	10,1	4,4	4,6	4,5	0,9	0,8	0,8	27,6	8,2	7,6	20%	18%	18%	4,9%	2,4%	2,4%
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		**7,6**	**7,5**	**7,5**	**1,2**	**1,2**	**1,2**	**15,2**	**11,6**	**11,7**	**21%**	**21%**	**21%**	**3,6%**	**3,6%**	**3,9%**

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

Wycena spółek nawozowych i chemicznych (2017-04-19)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Acron	3 250	5,3	4,9	6,7	2,5	1,8	2,1	5,0	5,3	6,6	47%	36%	31%	9,3%	5,2%	9,5%
Uralkali	155,9	-	-	-	188,5	197,6	199,9	6,1	6,9	8,1	53%	49%	46%	0,0%	0,0%	0,0%
Agrium	91,6	10,5	9,5	8,7	1,3	1,3	1,2	19,0	16,9	14,5	12%	13%	14%	3,8%	3,9%	4,0%
Phosagro	2 276	5,5	6,3	6,0	2,1	2,3	2,1	6,7	8,2	7,6	38%	36%	36%	6,8%	5,7%	6,8%
K+S	21,2	11,9	8,6	6,7	1,8	1,6	1,5	30,9	19,8	12,7	15%	19%	22%	1,9%	2,2%	3,3%
Yara International	330,2	7,3	6,9	6,1	1,1	1,0	1,0	15,8	14,6	12,0	15%	15%	16%	3,7%	3,4%	3,9%
The Mosaic Company	26,8	12,2	10,0	8,6	1,8	1,7	1,6	39,6	26,3	19,6	15%	17%	18%	4,1%	2,2%	2,6%
Potash	16,4	12,8	12,6	11,2	4,6	4,5	4,3	32,4	30,8	24,0	36%	36%	39%	6,0%	2,4%	2,5%
CF Industries	26,6	14,1	10,6	9,1	3,7	3,2	3,0	33,6	-	28,4	26%	30%	33%	4,5%	4,5%	4,5%
Israel Chemicals	1529,0	21,9	20,5	18,5	4,2	4,1	4,0	13,1	11,9	10,4	19%	20%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Grupa Azoty	68,2	7,9	7,4	7,0	0,9	0,9	0,9	19,1	15,8	15,1	11%	12%	13%	1,2%	1,6%	3,8%
ZA Police*	20,2	8,5	7,1	6,5	0,8	0,7	0,7	-	-	8,1	9%	10%	10%	0,0%	2,5%	2,5%
ZCh Puławy*	175,0	4,9	5,6	4,9	0,8	0,7	0,7	10,7	12,5	10,4	16%	13%	15%	6,0%	5,7%	7,6%
Mediana		**9,5**	**8,0**	**6,9**	**1,8**	**1,7**	**1,6**	**17,4**	**14,6**	**12,0**	**16%**	**19%**	**21%**	**3,8%**	**2,5%**	**3,8%**
SPÓŁKI CHEMICZNE																
Ciech	76,7	5,8	6,9	7,8	1,5	1,4	1,4	6,8	11,3	14,5	26%	21%	18%	3,7%	4,6%	4,9%
Akzo Nobel	78,5	10,2	9,9	9,5	1,5	1,5	1,4	18,6	18,7	17,9	15%	15%	15%	2,1%	2,2%	2,3%
BASF	88,8	9,4	8,4	8,0	1,7	1,6	1,5	18,5	16,4	15,2	18%	19%	19%	3,3%	3,5%	3,6%
Croda	3508,0	14,6	13,3	12,4	4,1	3,8	3,6	22,8	20,8	19,3	28%	28%	29%	0,0%	0,0%	0,0%
Dow Chemical	61,6	9,3	8,4	7,9	1,9	1,7	1,6	16,9	15,0	13,9	20%	21%	21%	3,0%	3,2%	3,4%
Sisecam	4,2	7,8	6,5	6,1	1,6	1,4	1,3	13,0	10,9	10,2	20%	22%	21%	2,5%	2,9%	3,5%
Soda Sanayii	6,2	8,0	6,4	6,4	2,0	1,8	1,8	8,9	7,8	8,1	25%	29%	28%	6,1%	5,7%	6,7%
Solvay	113,1	6,8	6,7	6,4	1,4	1,4	1,4	14,1	14,1	12,8	21%	21%	21%	3,0%	3,1%	3,2%
Tata Chemicals	638,5	10,9	10,1	9,7	1,3	1,5	1,5	23,0	18,0	15,5	12%	15%	16%	1,7%	1,7%	1,8%
Tessenderlo Chemie	36,7	8,3	7,7	7,0	1,1	1,0	1,0	18,0	13,7	12,1	13%	13%	14%	0,0%	0,0%	0,0%
Wacker Chemie	97,0	5,8	5,5	5,2	1,1	1,1	1,1	29,6	20,2	16,3	20%	20%	21%	2,0%	3,2%	3,0%
Mediana		**8,3**	**7,7**	**7,8**	**1,5**	**1,5**	**1,4**	**18,0**	**15,0**	**14,5**	**20%**	**21%**	**21%**	**2,5%**	**3,1%**	**3,2%**

Wycena spółek sektora elektromaszynowego (2017-04-19)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Atlas Copco	314,7	17,2	14,8	13,9	3,9	3,6	3,4	27,5	23,4	21,9	23%	24%	25%	2,1%	2,4%	2,4%
Caterpillar	93,5	17,0	16,4	14,1	2,2	2,2	2,1	28,7	29,9	21,4	13%	14%	15%	3,3%	3,3%	3,4%
Duro Felguera	1,07	14,7	10,1	9,2	0,6	0,6	0,5	36,9	9,4	8,6	4%	6%	6%	0,5%	0,1%	6,2%
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%
Mediana		**17,0**	**13,0**	**11,5**	**1,8**	**1,9**	**1,8**	**28,1**	**23,4**	**20,1**	**13%**	**14%**	**17%**	**2,0%**	**2,3%**	**2,5%**

Wycena spółek górniczych (2017-04-19)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
KGHM	121,0	-	4,7	4,7	1,7	1,4	1,4	-	7,2	8,0	-	30%	29%	1,2%	1,2%	5,5%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Anglo American	1125,0	4,8	3,6	4,2	1,4	1,2	1,3	10,3	6,7	8,7	29%	35%	30%	0,0%	0,0%	0,0%
Antofagasta	823,0	6,9	5,8	5,3	3,0	2,7	2,5	29,5	21,7	19,5	44%	46%	46%	0,0%	0,0%	0,0%
BHP Billiton	23,9	13,4	7,1	7,9	5,1	3,9	4,0	-	12,0	14,4	38%	54%	51%	1,0%	2,7%	2,3%
Boliden	270,6	9,0	6,1	6,3	2,1	1,6	1,7	19,8	10,4	10,9	23%	27%	27%	1,6%	3,2%	3,2%
First Quantum	13,3	14,4	12,0	8,5	5,4	4,3	3,6	35,0	25,8	12,7	38%	36%	42%	0,1%	0,1%	0,1%
Freeport-McMoRan	12,4	6,9	6,5	5,6	2,2	2,3	2,2	36,5	12,4	9,3	32%	35%	38%	0,0%	0,0%	1,1%
Hudbay Min	8,0	6,6	5,0	4,7	2,7	2,3	2,2	41,3	10,9	8,4	41%	46%	48%	0,2%	0,2%	0,2%
Lundin Min	7,1	10,1	6,7	7,1	3,8	3,0	3,1	-	15,7	15,7	38%	46%	43%	0,0%	1,4%	1,4%
MMC Norilsk Nickel	15,2	7,9	7,0	6,2	3,7	3,4	3,1	10,8	9,8	8,5	47%	48%	50%	8,0%	10,3%	11,4%
OZ Minerals	7,5	4,1	3,4	4,2	1,9	1,7	1,9	19,4	13,3	17,8	46%	49%	44%	2,0%	2,0%	2,0%
Rio Tinto	3030,5	5,5	4,0	4,8	2,1	1,8	2,0	14,5	8,5	11,6	38%	45%	42%	0,0%	0,0%	0,0%
Sandfire Resources	5,9	5,2	4,0	3,5	1,9	1,7	1,6	16,7	10,6	7,7	36%	43%	47%	1,8%	2,8%	3,7%
Southern CC	34,9	14,4	10,4	9,4	5,9	5,1	4,6	31,0	19,7	17,3	41%	49%	49%	0,5%	1,4%	2,4%
Vedanta Resources	715,0	7,5	5,2	3,9	1,6	1,5	1,2	-	17,2	5,7	21%	29%	32%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		**7,2**	**5,9**	**5,5**	**2,4**	**2,3**	**2,2**	**19,8**	**12,2**	**11,3**	**38%**	**46%**	**44%**	**0,1%**	**0,8%**	**1,2%**

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

Wycena europejskich operatorów narodowych (2017-04-19)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
Netia	4,6	4,1	4,7	5,0	1,1	1,3	1,3	47,2	-	-	28%	27%	26%	10,5%	4,4%	4,4%
Orange Polska	4,5	9,3	4,5	4,3	1,1	1,2	1,1	-	-	50,1	12%	26%	26%	5,6%	0,0%	0,0%
Mediana		**6,7**	**4,6**	**4,7**	**1,1**	**1,2**	**1,2**	**47,2**	**-**	**50,1**	**20%**	**26%**	**26%**	**8%**	**2,2%**	**2,2%**
OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI																
Proximus	29,0	6,7	6,6	6,5	2,0	2,0	2,0	16,5	16,1	15,6	30%	31%	31%	5,2%	5,2%	5,2%
Telefonica CP	292,0	9,1	9,3	9,3	2,5	2,5	2,5	17,3	17,5	17,0	28%	27%	27%	6,5%	6,4%	6,4%
Hellenic Telekom	8,7	3,9	3,9	3,8	1,3	1,3	1,3	18,4	16,5	13,9	34%	34%	34%	1,5%	2,3%	3,0%
Matav	487,0	4,8	5,0	5,0	1,6	1,6	1,6	10,0	14,8	14,0	33%	32%	32%	5,1%	6,3%	7,5%
Telecom Austria	6,2	4,9	4,9	4,8	1,6	1,6	1,6	13,8	14,1	12,9	32%	32%	32%	3,2%	2,9%	2,9%
Mediana		**4,9**	**5,0**	**5,0**	**1,6**	**1,6**	**1,6**	**16,5**	**16,1**	**14,0**	**32%**	**32%**	**32%**	**5,1%**	**5,2%**	**5,2%**
OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI																
BT	311,5	6,4	5,5	5,5	2,2	1,8	1,8	9,9	10,9	10,7	35%	32%	32%	0,0%	0,0%	0,0%
DT	16,0	6,3	6,0	5,7	1,8	1,8	1,7	18,6	18,1	15,4	30%	30%	30%	3,8%	4,1%	4,4%
KPN	2,8	7,8	7,8	7,7	2,8	2,8	2,8	29,9	24,4	20,7	36%	36%	37%	10,7%	4,9%	5,6%
Orange	14,0	5,1	5,0	4,9	1,6	1,5	1,5	13,9	13,3	12,3	31%	31%	31%	4,3%	4,6%	5,0%
Swisscom	436,7	7,2	7,3	7,4	2,6	2,7	2,7	15,0	15,3	15,3	37%	36%	36%	5,0%	5,0%	5,0%
Telefonica S.A.	10,2	6,9	6,5	6,3	2,1	2,1	2,1	16,3	13,5	11,9	31%	32%	32%	5,4%	4,1%	4,2%
Telia Company	36,1	8,4	8,5	8,5	2,6	2,8	2,8	12,0	11,9	11,4	31%	32%	32%	5,6%	5,6%	5,8%
TI	0,8	5,6	5,3	5,2	2,4	2,3	2,3	10,8	11,3	10,5	42%	43%	44%	0,0%	0,0%	0,4%
Mediana		**6,7**	**6,2**	**6,0**	**2,3**	**2,2**	**2,2**	**14,5**	**13,4**	**12,1**	**33%**	**32%**	**32%**	**4,7%**	**4,3%**	**4,7%**

Wycena spółek mediowych (2017-04-19)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
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	15,1	16,8	14,0	37%	36%	36%	0,0%	1,4%	2,0%
Mediana		**6,9**	**7,0**	**6,8**	**1,7**	**1,6**	**1,5**	**15,1**	**16,8**	**14,0**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
DZIENNIKI																
Arnolgo Mondadori	1,7	8,1	7,2	6,9	0,6	0,6	0,6	17,4	14,2	12,4	7%	8%	9%	0,0%	1,7%	2,4%
Axel Springer	50,6	12,1	11,2	10,4	2,1	2,1	2,0	21,3	19,8	18,1	18%	19%	19%	3,6%	3,8%	3,9%
Daily Mail	710,5	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 Editorial	0,8	6,1	5,2	4,4	0,5	0,5	0,4	19,7	14,7	11,7	9%	9%	10%	1,7%	2,4%	4,2%
New York Times	14,6	11,3	11,5	11,1	1,7	1,6	1,6	28,3	26,5	26,4	15%	14%	15%	1,1%	1,1%	1,1%
Promotora de Inform	3,7	7,1	6,6	6,1	1,4	1,4	1,3	6,5	5,1	4,4	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	111,5	2,3	2,6	2,5	0,5	0,6	0,6	3,1	3,3	3,3	21%	21%	23%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		**9,2**	**8,1**	**6,5**	**1,0**	**1,0**	**1,0**	**17,4**	**14,2**	**12,4**	**16%**	**16%**	**16%**	**0,5%**	**1,4%**	**1,8%**
TV																
Atresmedia Corp	11,5	13,5	12,1	10,9	2,7	2,6	2,5	18,7	16,1	14,4	20%	21%	23%	4,4%	5,1%	5,9%
Gestevision Telecinco	12,2	16,2	14,5	13,2	4,0	3,8	3,7	22,7	19,7	17,9	24%	27%	28%	4,4%	4,7%	5,2%
ITV PLC	216,5	10,5	10,6	10,2	3,1	3,0	2,9	13,3	13,4	12,8	29%	29%	29%	0,0%	0,0%	0,0%
M6-Metropole Tel	20,3	8,7	7,4	7,0	1,9	1,8	1,7	21,5	18,1	17,0	22%	24%	24%	4,3%	4,5%	4,7%
Mediaset SPA	3,5	7,3	6,3	5,8	1,6	1,5	1,5	-	35,4	21,7	22%	24%	27%	0,8%	2,2%	3,2%
Modern Times	306,4	15,2	13,0	11,6	1,3	1,3	1,2	23,4	19,6	17,4	9%	10%	10%	3,8%	4,0%	4,2%
Prosieben	39,5	11,0	10,2	9,5	3,0	2,6	2,4	16,4	15,7	14,3	27%	26%	26%	4,9%	5,2%	5,6%
RTL Group	74,6	9,1	9,0	8,6	2,1	2,0	1,9	15,4	14,9	14,4	23%	22%	22%	5,4%	5,6%	5,4%
TF1-TV Francaise	10,5	6,7	6,1	6,5	0,9	0,9	0,9	29,1	17,5	19,9	14%	15%	14%	3,2%	3,6%	3,6%
Mediana		**10,5**	**10,2**	**9,5**	**2,1**	**2,0**	**1,9**	**20,1**	**17,5**	**17,0**	**22%**	**24%**	**24%**	**4,3%**	**4,5%**	**4,7%**
PAY TV																
Sky PLC	982,0	10,1	10,5	9,6	1,9	1,7	1,6	15,7	17,0	14,6	19%	16%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
Cogeco	76,2	6,9	6,8	6,7	3,1	3,0	3,0	14,8	13,3	12,8	45%	45%	45%	2,0%	2,2%	2,4%
Comcast	37,5	9,0	8,6	8,1	3,0	2,8	2,7	21,6	19,9	17,3	33%	33%	33%	1,5%	1,6%	1,8%
Dish Network	59,6	12,5	12,6	12,8	2,6	2,6	2,7	19,9	21,5	21,9	21%	21%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Liberty Global	34,6	9,7	11,3	10,6	4,5	5,2	5,0	-	-	44,4	47%	46%	47%	0,0%	0,0%	0,0%
Shaw Communications	21,2	7,3	7,4	7,0	3,2	3,0	2,9	19,3	21,4	20,7	44%	41%	41%	7,6%	9,4%	7,2%
Mediana		**9,4**	**9,5**	**8,8**	**3,0**	**2,9**	**2,8**	**19,3**	**19,9**	**19,0**	**38%**	**37%**	**37%**	**0,7%**	**0,8%**	**0,9%**

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

mBank Dom Maklerski

Wycena spółek IT (2017-04-19)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
AB*	37,0	8,4	8,0	7,7	0,1	0,1	0,1	9,5	9,0	8,3	2%	2%	1%	2,1%	2,9%	3,1%
ABC Data*	1,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Action*	4,5	-	4,1	-	0,1	0,1	-	3,2	2,3	-	-	1%	-	22,5%	23,1%	-
Asseco Poland	54,7	7,3	6,6	6,2	1,0	0,9	0,8	15,1	14,4	14,0	13%	14%	14%	5,5%	5,5%	5,5%
Comarch*	226,8	10,1	9,7	8,9	1,6	1,4	1,3	25,5	22,9	19,4	16%	14%	15%	0,0%	0,7%	4,4%
Sygnity*	6,0	4,5	4,1	4,2	0,3	0,2	0,2	6,9	5,9	30,0	6%	6%	6%	-	-	-
Mediana		**7,8**	**6,6**	**6,9**	**0,3**	**0,2**	**0,5**	**9,5**	**9,0**	**16,7**	**10%**	**6%**	**10%**	**3,8%**	**4,2%**	**4,4%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atos Origin	113,6	8,4	7,6	7,1	1,0	1,0	0,9	16,0	14,3	13,1	12%	13%	13%	1,2%	1,5%	1,7%
CapGemini	87,9	9,8	9,3	8,7	1,3	1,3	1,2	16,6	14,8	13,6	13%	14%	14%	1,6%	1,9%	2,1%
IBM	161,7	10,0	9,5	9,7	2,3	2,4	2,4	12,0	11,7	11,5	23%	25%	25%	3,4%	3,6%	3,7%
Indra Sistemas	12,3	12,0	9,7	8,4	1,0	1,0	0,9	24,6	17,2	13,0	8%	10%	11%	0,0%	0,7%	1,5%
Microsoft	65,0	13,1	12,4	11,2	4,9	4,6	4,3	24,4	22,0	19,9	37%	37%	39%	2,2%	2,4%	2,6%
Oracle	44,2	10,2	10,2	9,6	4,6	4,5	4,4	16,8	16,8	15,5	45%	45%	46%	1,3%	1,4%	1,6%
SAP	90,6	14,8	14,5	13,8	5,2	4,8	4,5	23,9	21,3	19,5	35%	34%	33%	1,4%	1,5%	1,7%
TietoEnator	25,3	9,7	9,6	9,2	1,3	1,3	1,2	16,2	15,3	14,6	13%	13%	13%	5,0%	5,4%	5,7%
Mediana		**10,1**	**9,7**	**9,4**	**1,8**	**1,8**	**1,8**	**16,7**	**16,0**	**14,1**	**18%**	**19%**	**19%**	**1,5%**	**1,7%**	**1,9%**

Wycena spółek budowlanych (2017-04-19)

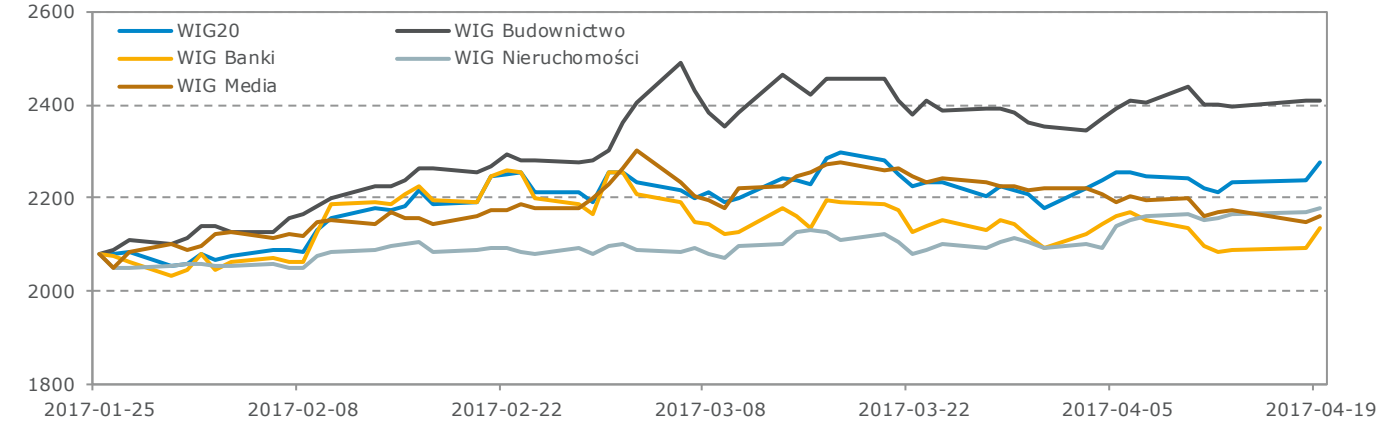
		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
Budimex	259,0	7,6	8,7	10,3	0,7	0,7	0,7	16,1	16,5	18,5	10%	8%	7%	3,1%	5,8%	5,9%
Elektrobudowa	127,0	6,7	6,5	6,6	0,5	0,5	0,5	10,9	12,3	13,1	8%	8%	7%	3,2%	4,7%	4,9%
Elektrotim	14,1	18,0	8,8	10,5	0,5	0,5	0,5	-	14,9	18,3	3%	6%	5%	8,8%	5,7%	5,7%
Erbud	32,8	4,9	5,6	5,4	0,2	0,2	0,2	-	13,2	12,9	3%	3%	3%	3,7%	3,6%	3,8%
Herkules	3,8	7,1	6,1	5,6	2,0	1,9	1,8	15,4	11,1	9,5	28%	31%	32%	4,2%	3,7%	4,2%
Torpol	12,9	6,9	8,0	5,1	0,3	0,4	0,3	28,6	22,7	10,2	4%	5%	5%	5,4%	2,6%	2,2%
Trakcja	16,5	8,5	8,3	6,2	0,6	0,5	0,4	15,5	14,4	10,0	7%	6%	6%	2,1%	2,4%	3,0%
Ulma Construccion	79,8	5,3	4,6	3,8	1,9	1,7	1,5	32,5	19,7	13,3	36%	36%	39%	0,0%	6,8%	3,1%
Unibep	13,8	11,8	7,9	8,0	0,4	0,3	0,3	15,4	11,6	12,1	3%	4%	4%	1,2%	1,4%	2,7%
ZUE	11,8	18,2	18,3	6,9	0,5	0,6	0,4	-	-	12,9	3%	3%	5%	2,8%	0,0%	0,6%
Mediana		**7,4**	**8,0**	**6,4**	**0,5**	**0,5**	**0,4**	**15,5**	**14,4**	**12,9**	**6%**	**6%**	**6%**	**3,1%**	**3,6%**	**3,5%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Acciona	73,6	8,5	7,9	7,5	1,7	1,6	1,5	27,2	16,1	14,3	20%	20%	21%	3,5%	3,9%	4,2%
Astaldi	6,0	4,4	4,4	4,3	0,6	0,5	0,5	6,2	5,3	5,1	13%	12%	12%	3,4%	4,2%	4,5%
Ferrovial	19,1	22,0	20,5	20,2	1,9	1,7	1,8	45,3	35,8	31,7	9%	8%	9%	3,8%	4,0%	4,2%
Hochtief	159,3	9,6	8,9	8,4	0,5	0,5	0,4	29,4	25,2	23,2	5%	5%	5%	1,5%	1,8%	2,1%
Mota Engil	2,2	6,2	5,5	5,2	0,9	0,8	0,8	8,9	12,3	9,3	14%	15%	15%	2,3%	3,2%	4,8%
NCC	227,0	11,0	8,9	8,6	0,5	0,4	0,4	21,5	16,1	15,0	4%	5%	5%	3,3%	4,0%	4,3%
Skanska	206,5	8,6	9,5	9,4	0,5	0,5	0,5	14,0	15,3	16,3	6%	5%	5%	3,9%	4,1%	4,2%
Strabag	35,7	4,4	4,5	4,3	0,3	0,3	0,3	14,9	14,7	13,6	7%	6%	7%	2,6%	2,9%	3,2%
Mediana		**8,6**	**8,4**	**8,0**	**0,5**	**0,5**	**0,5**	**18,2**	**15,7**	**14,7**	**8%**	**7%**	**8%**	**3,3%**	**3,9%**	**4,2%**

Wycena spółek deweloperskich (2017-04-19)

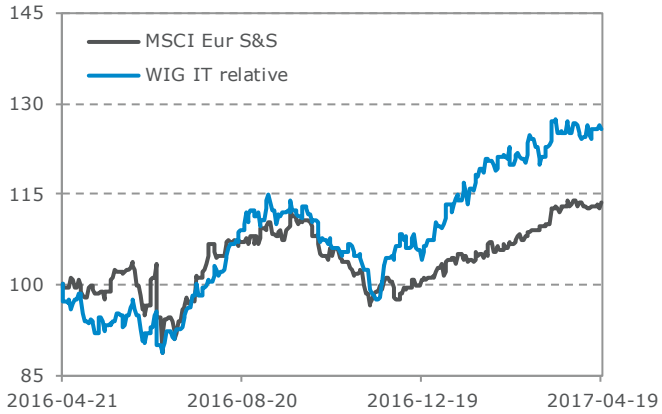
		EV/EBITDA			P/BV			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
BBI Development	0,8	-	-	7,6	0,4	0,4	0,4	-	-	9,6	1%	11%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
Dom Development	70,5	10,4	8,2	8,0	1,9	1,8	1,8	13,9	10,6	10,3	14%	17%	17%	4,6%	7,2%	9,4%
Echo Investment	5,9	5,6	12,7	10,7	1,6	1,4	1,3	6,2	10,9	8,8	121%	68%	54%	101%	3%	4,6%
GTC	8,9	10,9	10,3	14,4	1,2	1,1	1,0	6,1	7,9	11,5	129%	122%	79%	0,0%	0,2%	0,1%
J.W. Construction	5,0	13,1	8,0	5,6	0,7	0,6	0,6	17,7	7,4	5,5	11%	19%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
PA Nova	25,4	13,0	11,5	12,3	0,8	0,8	0,8	9,5	8,9	9,9	27%	30%	27%	2,9%	2,9%	5,9%
Polnord	8,7	-	25,8	20,4	0,4	0,4	0,4	-	10,1	9,9	-	7%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Robyg	3,4	10,6	11,9	6,8	1,6	1,6	1,4	8,2	11,0	6,8	24%	23%	24%	5,9%	8,0%	7,4%
Ronson	1,7	5,0	20,0	8,8	0,8	0,8	0,7	4,2	19,7	7,4	18%	9%	16%	4,8%	11,5%	6,1%
Mediana		**10,6**	**11,7**	**8,8**	**0,8**	**0,8**	**0,8**	**8,2**	**10,4**	**9,6**	**21%**	**19%**	**18%**	**3%**	**3%**	**5%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atrium European RE	3,8	15,0	14,5	14,1	0,7	0,7	0,7	12,4	12,2	11,6	76%	59%	79%	7,2%	7,2%	7,4%
CA Immobilien Anlagen	20,3	21,6	19,7	18,3	0,9	0,8	0,8	22,8	19,5	17,2	91%	71%	78%	2,8%	3,4%	3,8%
Deutsche Euroshop AG	39,2	21,1	20,1	19,5	1,1	1,0	1,0	13,3	15,0	14,5	88%	89%	89%	3,6%	3,7%	3,8%
Immofinanz AG	1,9	47,1	28,2	24,5	0,6	0,7	0,7	-	43,4	17,0	45%	53%	59%	3,2%	3,2%	3,8%
Klepierre	36,8	23,6	22,4	21,7	1,1	1,0	1,0	16,2	15,7	14,8	80%	83%	84%	4,9%	5,1%	5,5%
Segro	482,9	29,6	25,7	23,1	1,0	1,0	0,9	25,8	24,8	22,7	75%	76%	76%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibail Rodamco SE	222,0	25,7	25,1	24,3	1,2	1,1	1,1	19,7	18,8	17,7	88%	87%	86%	4,6%	4,8%	5,1%
Mediana		**23,6**	**22,4**	**21,7**	**1,0**	**1,0**	**0,9**	**18,0**	**18,8**	**17,0**	**80%**	**76%**	**79%**	**3,6%**	**3,7%**	**3,8%**

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

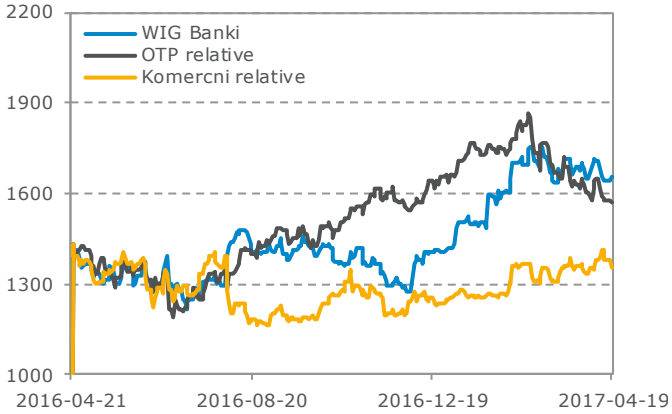
Notowania indeksów sektorowych na tle WIG



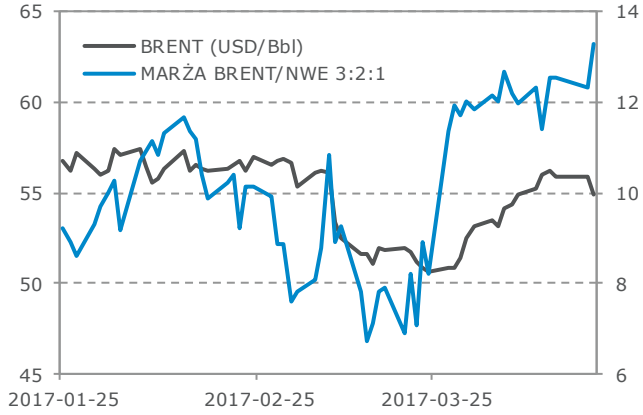
WIG IT na tle MSCI Europe Software & Services (USD)



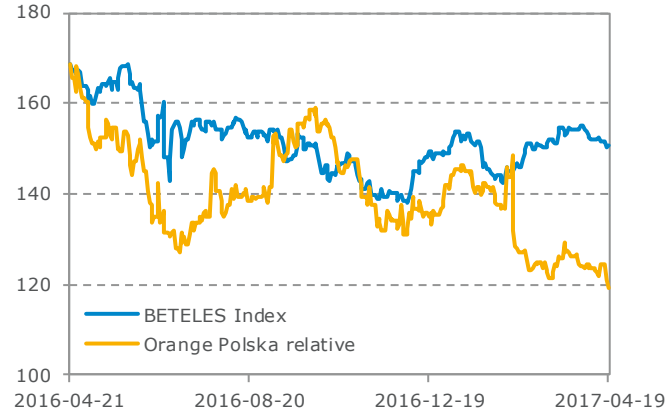
OTP Bank i Komercni Banka na tle WIG Banki (EUR)



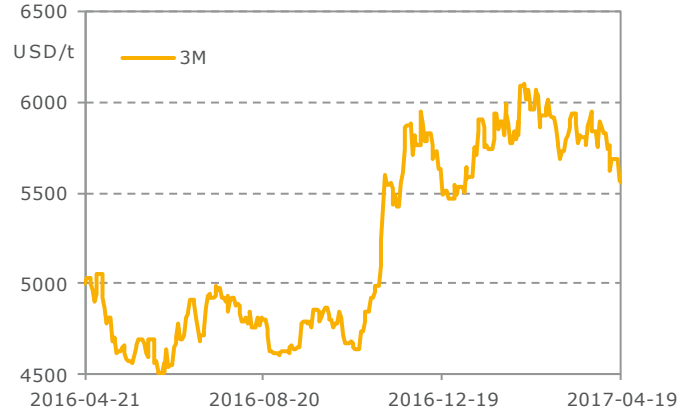
Cena ropy Brent i marża Brent/NWE 3:2:1 (USD; PS)



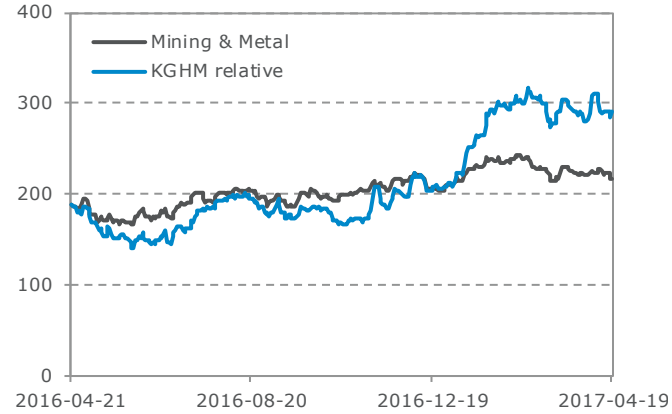
Orange Polska na tle indeksu BETELES (EUR)



Cena miedzi na LME



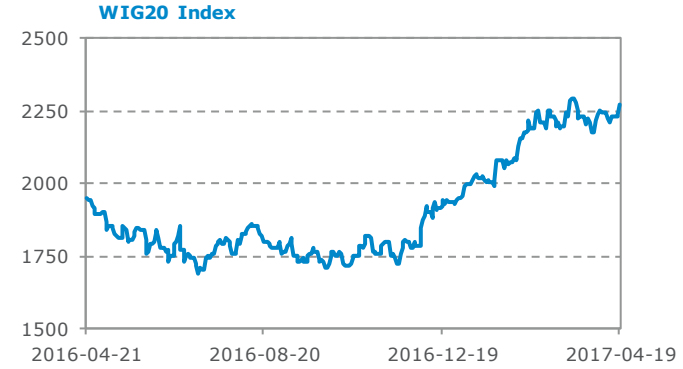
KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)

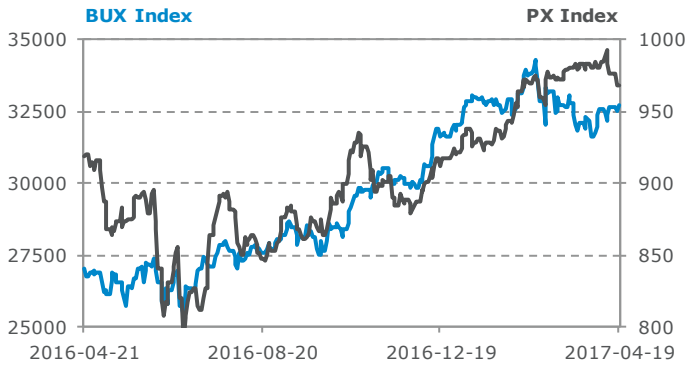


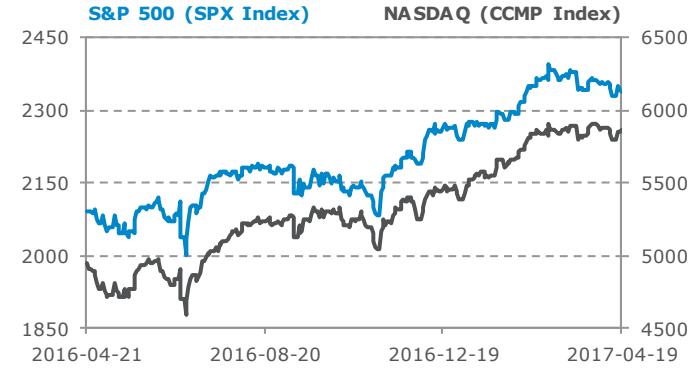
Źródło: Bloomberg

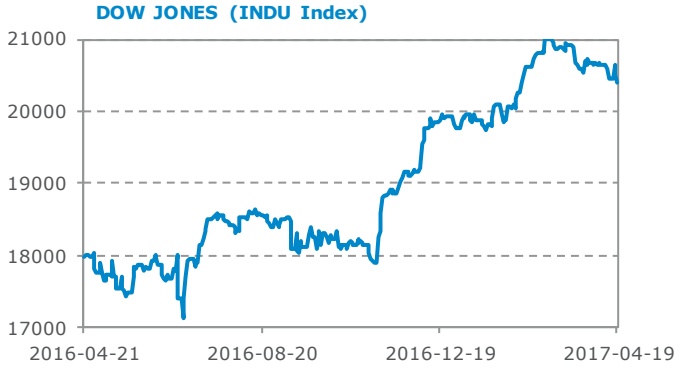
Przegląd rynków zagranicznych

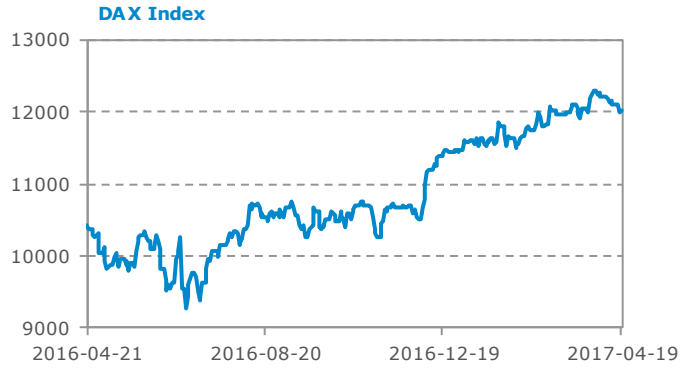
Indeks	Sesja z dnia	Otwarcie	Maksimum	Minimum	Zamknięcie	Zmiana %
DJIA	2017-04-19	20 503,52	20 546,69	20 379,55	20 404,49	-0,58%
S&P 500	2017-04-19	2 346,79	2 352,63	2 335,05	2 338,17	-0,17%
NASDAQ	2017-04-19	5 874,43	5 894,68	5 856,34	5 863,03	+0,23%
DAX	2017-04-19	12 014,03	12 040,23	12 001,86	12 016,45	+0,13%
CAC 40	2017-04-19	4 987,29	5 011,33	4 980,41	5 003,73	+0,27%
FTSE 100	2017-04-19	7 147,50	7 151,18	7 114,36	7 114,36	-0,46%
WIG20	2017-04-19	2 243,91	2 276,46	2 243,38	2 274,69	+1,67%
BUX	2017-04-19	32 564,11	32 721,90	32 551,44	32 688,09	+0,51%
PX	2017-04-19	967,37	972,07	965,84	967,54	-0,05%
RTS	2017-04-19	1 455,10	1 469,76	1 445,96	1 450,53	-0,44%
SOFIX	2017-04-19	652,89	658,61	652,89	658,61	+0,88%
BET	2017-04-19	8 218,45	8 218,45	8 162,06	8 196,11	-0,44%
XU100	2017-04-19	91 582,84	91 888,68	90 434,32	90 804,13	-0,62%
BETELES	2017-04-19	150,65	150,95	150,08	150,83	+0,25%
NIKKEI	2017-04-19	18 327,33	18 467,73	18 327,33	18 432,20	+0,07%
SHCOMP	2017-04-19	3 184,67	3 189,44	3 147,07	3 170,69	-0,81%
Miedź	2017-04-19	5 596,00	5 675,50	5 530,00	5 556,00	-0,29%
Ropa	2017-04-19	53,98	54,25	51,82	52,27	-3,36%
USD/PLN	2017-04-19	3,9460	3,9770	3,9408	3,9746	+0,72%
EUR/PLN	2017-04-19	4,2341	4,2594	4,2293	4,2573	+0,55%
EUR/USD	2017-04-19	1,0730	1,0737	1,0700	1,0711	-0,18%
USBonds10	2017-04-19	2,1788	2,2231	2,1735	2,2143	0,0461
GRBonds10	2017-04-19	0,1680	0,2100	0,1670	0,2030	0,0470
PLBonds10	2017-04-19	3,3750	3,3870	3,3540	3,3810	0,0130

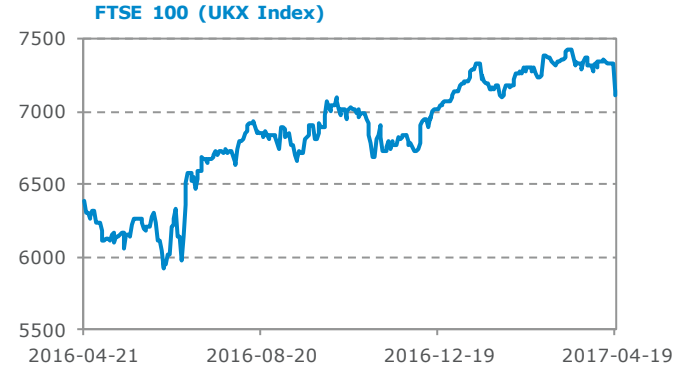




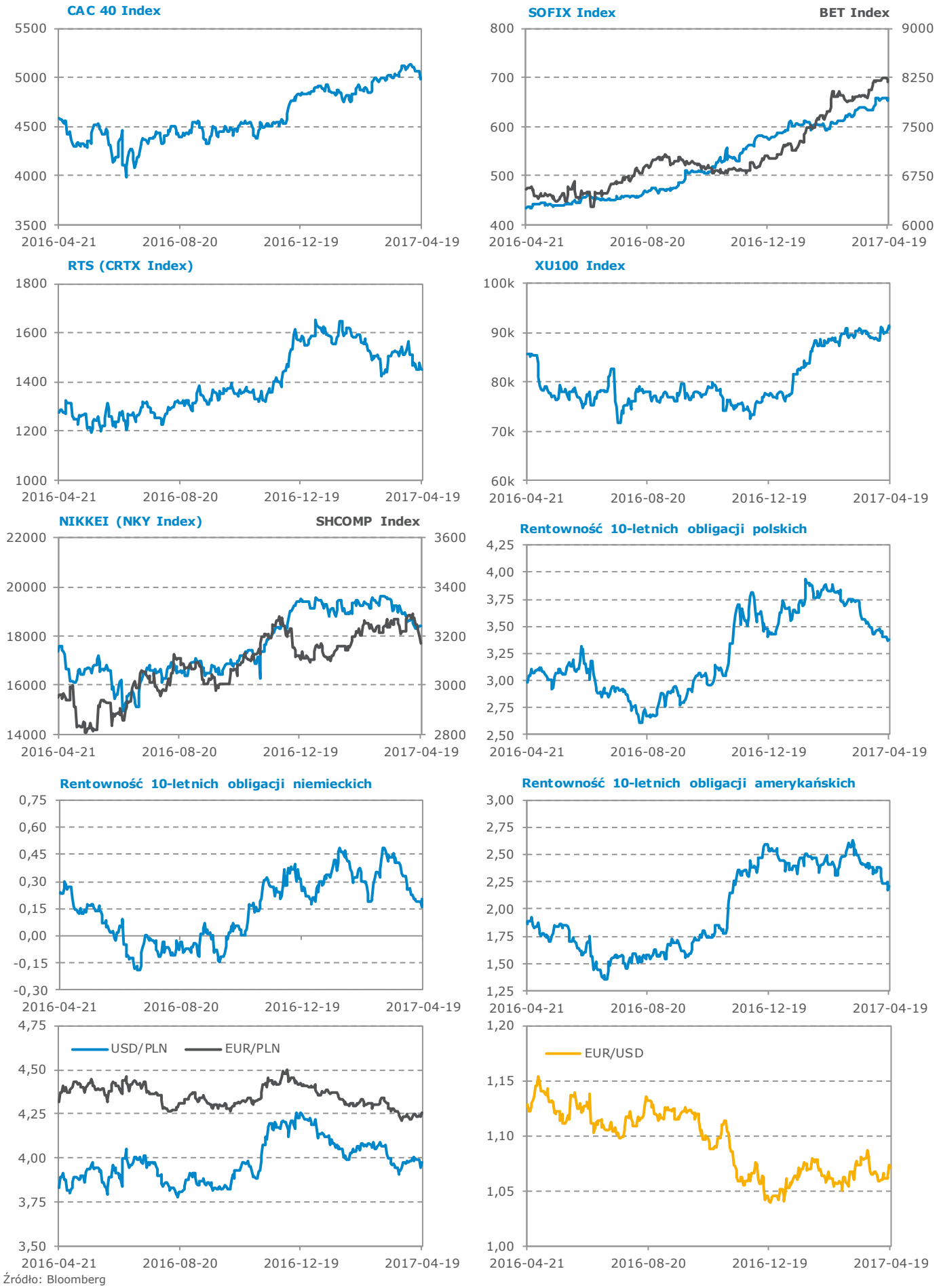








Źródło: Bloomberg



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:
KUPUJ – 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 stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

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 świadczyć, 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, Energoaparatura, 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, Pfleiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: 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.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl