

poniedziałek, 24 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 Szpigiel +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    | 20 547,8 | -0,15% | FTSE 100  | 7 114,6  | -0,06% | Miedź (LME)  | 5 623,0 | +0,00% |
| S&P 500 | 2 348,7  | -0,30% | WIG20     | 2 264,1  | -0,95% | Ropa (Brent) | 51,15   | -1,56% |
| NASDAQ  | 5 910,5  | -0,11% | BUX       | 32 969,4 | +0,04% | USD/PLN      | 3,9756  | -0,12% |
| DAX     | 12 048,6 | +0,18% | PX        | 977,9    | +0,27% | EUR/PLN      | 4,2634  | -0,06% |
| CAC 40  | 5 059,2  | -0,37% | PLBonds10 | 3,418    | +1,40% | EUR/USD      | 1,0728  | +0,10% |

## Informacje ze spółek i sektorów

### ING BSK

Redukuj – z dn. 05.04.17  
Cena docelowa: 152,39 PLN

### Prezes ING BSK zapewnia o braku konkretnych planów dotyczących emisji akcji

W wypowiedzi dla PAP, prezes ING Banku Śląskiego Brunon Bartkiewicz ocenił, iż niewypłacenie przez spółkę dywidendy z zysku za ubiegły rok, zgodnie z zaleceniem Komisji Nadzoru Finansowego, oznacza poprawę wskaźników kapitałowych i tym samym przyczynia się do zwiększenia wartości banku dla akcjonariuszy. Dodał, iż dzięki przeznaczeniu zysku na kapitał rezerwowy ING BSK będzie mógł rozwijać się tak szybko jak do tej pory, a w jego przypadku wzrost organiczny nie oznacza wolny. Bartkiewicz przypomniał, że dynamika kredytów osiągnięta w 2016 roku była dwukrotnie wyższa od średniej rynkowej. W nawiązaniu do uchwał podjętych przez obradujące w piątek zwyczajne walne zgromadzenie spółki, które zgodziło się na zmiany w statucie w zakresie upoważnienia Zarządu do podwyższenia kapitału zakładowego w granicach kapitału docelowego oraz do wyłączenia prawa poboru, Bartkiewicz poinformował, że ING BSK nie przygotowuje obecnie żadnej nowej emisji akcji, a przyjęty zapis, dający możliwość szybkiej, uproszczonej emisji w razie takiej potrzeby, ma charakter wyłącznie regulacyjny i nie wiąże się z żadnymi konkretnymi planami w tym zakresie. Przesłanką do skorzystania z tej opcji mogłoby być pogorszenie się wskaźników kapitałowych, w sytuacji gdy np. regulator podniesie wymogi. Prezes dodał, że spółka mogłaby rozważać emisję jedynie wówczas, gdyby baza kapitałowa stawała się barierą w rozwoju banku. **Spodziewamy się, iż tempo wzrostu wolumenów w ING BSK wciąż będzie szybsze niż rynku, a dynamika kredytów osiągnie wartości dwucyfrowe. (M. Konarski, M. Polańska)**

### Zmiana na stanowisku CFO w ING BSK

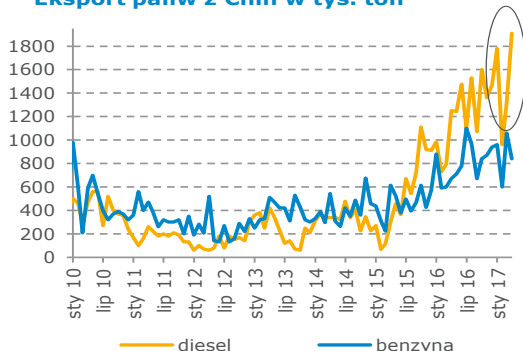
ING BSK poinformował w komunikacie, iż w dniu 21 kwietnia 2017 roku Mirosław Boda złożył rezygnację z funkcji wiceprezesa zarządu spółki, nadzorującego finanse banku, z dniem 31 maja 2017 roku. W jego miejsce Rada Nadzorcza powołała Bożenę Graczyk, która obejmie stanowisko z dniem 1 czerwca 2017 roku. Nowa wiceprezes przez większość kariery zawodowej (od 1994 roku) była związana z KPMG, gdzie pracowała jako partner w obszarze usług finansowych, a wcześniej dyrektor zespołu ds. zarządzania ryzykiem finansowym i dyrektor zespołu ds. usług doradczych z zakresu rachunkowości. **Wiadomość neutralna. (M. Konarski, M. Polańska)**

### Paliwa

### Rekordowy eksport diesla z Chin w marcu

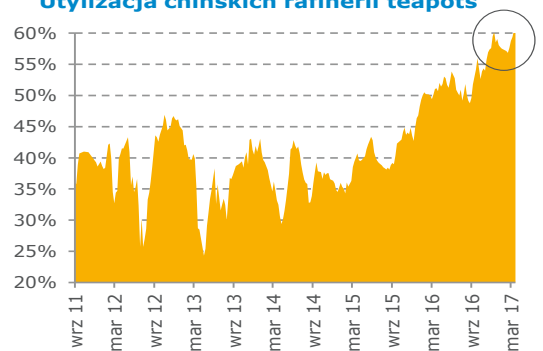
Według danych opublikowanych przez chiński urząd celny eksport diesla w marcu przekroczył 1,9 mln ton i był to najwyższy poziom w historii. **Wszystko wskazuje na to, że tamtejsze rafinerie starają się wyprzedawać bardzo wysokie zapasy, ale również zwiększają poziom wykorzystania mocy i starają się w pełni wykorzystać przyznane kwoty eksportowe. (K. Kliszcz)**

Eksport paliw z Chin w tys. ton



Źródło: Bloomberg

Utylizacja chińskich rafinerii teapots



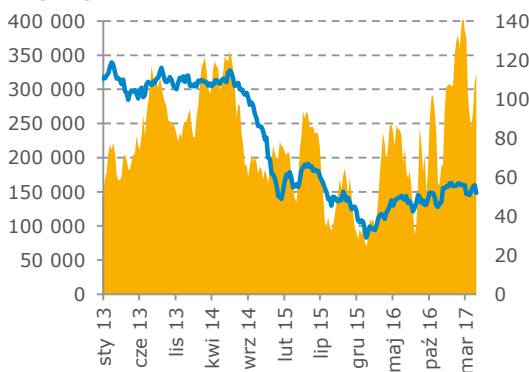
Źródło: Bloomberg

## Paliwa

### Spekulacyjne pozycje na ropie znów w górę

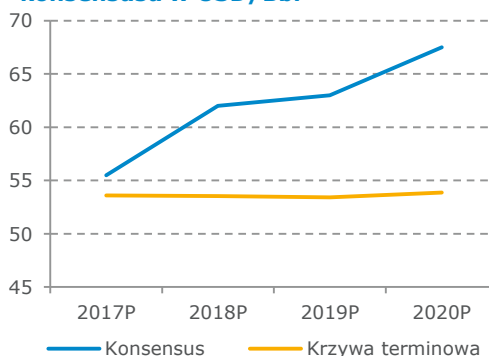
Według danych opublikowanych przez CFTC spekulacyjne pozycje długie na ropie na giełdzie nowojorskiej wzrosły do 323 tys. sztuk (+14 tys. sztuk). Jest to trzeci z kolei wzrost od lokalnego minimum zanotowanego pod koniec marca. **Zwiększone zakłady na wzrosty cen surowca w ostatnich tygodniach stoją w kontrze do aktualnej tendencji na notowaniach Brent. Naszym zdaniem jednak dane fundamentalne przemawiają za wzrostami cen surowca. Dodatkowym impulsem może być umocnienie euro do dolara. (K. Kliszcz)**

Spekulacyjne pozycje na ropie netto CFTC



Źródło: Bloomberg

Krzywa terminowa Brent na tle konsensusu w USD/Bbl



Źródło: Bloomberg

## Energetyka

### Ramy ustawy o rynku mocy przed wakacjami

Wiceminister Grzegorz Tobiszowski poinformował, że Ministerstwo Energii powinno przed wakacjami przedstawić ramy ustawy o rynku mocy. Powiedział, że rząd jest po pierwszych rozmowach w Unii Europejskiej, co do założeń ustawy o rynku mocy i chce w Sejmie zaproponować takie regulacje, które byłyby zaakceptowane w Komisji Europejskiej. **(K. Kliszcz)**

## IT

### Cron zwiększa nieznacznie zaangażowanie w Sygnty

Sygnty poinformowało o transakcji nabycia 14,4 tys. Akcji Sygnty (0,12% akcji) w zeszłym tygodniu przez CRON. **Podmiot zwiększył swoje z 12,96% (stan na 1 marca 2017 r.) do 13,08%. (P. Szpigiel)**

## Feerum

### Zawarcie umowy kredytowej z bankiem Pekao

Feerum zawarło z Bankiem Pekao umowę kredytu inwestycyjnego do wysokości 12,0 mln PLN, jednak nie wyższej niż kwota aktualnego zadłużenia z tytułu kredytów inwestycyjnych udzielonych Emitentowi przez Bank BGŻ BNP Paribas S.A. Dodatkowo Pekao udzielił kredytu obrotowego na kwotę 6,5 mln PLN. **W efekcie zawiązanej umowy spółka zrefinansowała zadłużenie, jakie podmiot posiadał w banku BGŻ BNP Paribas. (J. Szkopek)**

## Grupa Kęty

Trzymaj - z dn. 27.01.17  
Cena docelowa: 387,90 PLN

### Prognoza wyników na 1Q'17

Zarząd Grupy Kęty w swoich szacunkach na 1Q'17 przedstawił wcześniej, że przychody ze sprzedaży wyniosą 600 mln PLN (+16% r/r), EBITDA 99 mln PLN (+8% r/r), a wynik netto 54 mln PLN (porównywalnie r/r). Nasza prognoza na 1Q'17 nie odbiega znacząco od wstępnych szacunków zarządu. Wyniki zostaną opublikowane 25 kwietnia 2017 roku. **(J. Szkopek)**

## JSW

### Wolumeny produkcji za 1Q'17

Produkcja węgla JSW w 1Q'17 wyniosła 3,98 mln ton (-7,9% r/r) - podała spółka w komunikacie. Sprzedaż węgla ogółem w 1Q'17 spadła do 3,83 mln ton (-8,4% r/r). Produkcja koksu w 1Q'17 wyniosła 0,84 mln ton (-20% r/r), a po wyłączeniu sprzedaży WZK Vistoria (-10,6% r/r). Sprzedaż zewnętrzna koksu spadła zaś do 0,66 mln ton (-23,3% r/r), a wyłączeniu sprzedaży WZK Vistoria (-13,2% r/r). W komunikacie podano także, że notowania cen koksu wielkopieczowego na rynku europejskim wzrosły w 1Q'17 o 15% w porównaniu do 4Q'16, czyli w stopniu znacznie mniejszym, niż benchmark dla węgla koksowego typu hard. Europejskie koncerny stalowe w 1Q'17 rezygnowały z zakupu ilości opcyjnych węgla koksowego, czy też opóźniały odbiór zakontraktowanych ilości. **(J. Szkopek)**

## Orzeł Biały

### Niepowodzenie wezwania na akcje

W wezwaniu NEF Battery Holdings na akcje Orła Białego żaden z akcjonariuszy nie złożył zapisów na sprzedaż akcji spółki - poinformował Orzeł Biały w piątkowym komunikacie. NEF Battery Holdings w styczniu ogłosił wezwanie do sprzedaży 6,6 mln akcji Orła Białego, stanowiących 39,5% kapitału, po 8,65 PLN za szt. Przyjmowanie pierwotnie miało potrwać do 20 marca, zostało jednak przedłużone do 20 kwietnia. Nabywającymi akcje w wezwaniu miały być Orzeł Biały i NEF Battery Holdings. W wyniku wezwania, podmioty nabywające zamierzały łącznie osiągnąć 100% akcji spółki. **(J. Szkopek)**

**Rynek kauczuków****Główny eksporterzy kauczuków naturalnych obniżą eksport?**

Trzej najwięksi eksporterzy kauczuków naturalnych (Indonezja, Malezja, Tajlandia) rozważają ograniczenie eksportu w nadchodzących tygodniach w odpowiedzi na znaczące spadki cen na światowych rynkach (25% w ostatnich dwóch miesiącach). Powyższe kraje, odpowiadające za 60-70% światowej produkcji kauczuków naturalnych nie przedstawili jak na razie szczegółów, ani harmonogramu ograniczeń w eksporcie. <http://bit.ly/2pVkJGy2> (J. Szkopek)

**Elektrobudowa**

Trzymaj - z dn. 05.04.17

Cena docelowa: 146,00 PLN

**PZU OFE proponuje podniesienie dywidendy Elektrobudowy do 10 PLN**

OFE PZU Złota Jesień proponuje, by Elektrobudowa z zysku osiągniętego w 2016 roku wypłaciła 10 PLN dywidendy na akcję (47 mln PLN). Zarząd rekomendował wypłatę dywidendy w wysokości 6 PLN na akcję. Wypłata dywidendy miała by nastąpić w dwóch ratach 3 sierpnia i 19 grudnia. W uzasadnieniu OFE PZU podał, że wypłacenie wyższej niż proponuje zarząd dywidendy, nie spowoduje uszczerbku sytuacji finansowej spółki i pozwoli na jej dalszy rozwój. WZ w sprawie podziału zysku Elektrobudowa zwołała na 25 kwietnia 2017 r. **W zależności od przyjętej propozycji, DYield Elektrobudowy w 2017 r. wynosi 4,7% (rekomendacja zarządu) lub 7,9% (propozycja PZU OFE). Uważamy, że propozycja PZU OFE znajduje się w zasięgu możliwości finansowych spółki. Elektrobudowa dysponowała na koniec 2016 r. gotówką netto w wysokości 102 mln PLN, a w 2017 r. powinna odzyskać część środków pieniężnych zamrożonych w kontrakcie realizowanym dla PSE (Stacja Buczyna).** (P. Zybala)

**PBKM**

Akumuluj - z dn. 04.05.17

Cena docelowa: 70,00 PLN

**PBKM spodziewa się zwrotu VAT na Węgrzech**

PBKM w wynikach za 2Q'17 rozpozna ok. 2 mln PLN z tytułu zwrotu podatku VAT zapłaconego przez spółkę zależną działającą na Węgrzech. PBKM zamierza ubiegać się o zwrot łącznie ok. 9 mln PLN VAT zapłaconego na Węgrzech. **Sprawa dotyczy konieczności dokonania korekty naliczenia podatku VAT od usług preparatyki i przechowywania w węgierskiej spółce Krio Intezet Zrt., będąca wynikiem przeprowadzonej kontroli skarbowej w 2014 r. i zmiany interpretacji podatkowej w zakresie VAT. Dla utrzymania pozycji rynkowej PBKM utrzymał wtedy ceny brutto dla klientów, co spowodowało spadek rentowności. Według Jakub Barana, prezesa spółki, PBKM nie będzie prawdopodobnie musiał płacić 27% VAT na Węgrzech od części usług, co pozytywnie wpłynie na rentowność. Fakt ten łącznie z 9 mln PLN zwrotu podatku, o które spółka będzie się ubiegać (3,3% kapitalizacji rynkowej) interpretujemy pozytywnie.** (P. Szpigel)

**Pozostałe wiadomości ze spółek**

|                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Awbud</b>           | Abadon Real Estate uzyskał zgodę UOKiK na przejęcie pośredniej kontroli nad Awbudem.                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Best</b>            | Best rozpoczyna działalność na rynku włoskim i w tym celu zakłada spółkę Best Capital Italy, w której obejmie 51% udziałów. W najbliższym czasie chce zakupić pierwsze wierzytelności na rynku włoskim.                                                                                                                                                                                        |
| <b>Caspar AM</b>       | Zarząd rekomenduje wypłatę 0,67 PLN DPS z zysku za '16.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Deweloperzy</b>     | REAS: W 1Q'17 na największych rynkach w Polsce sprzedano z rynku pierwotnego 18,6 tys. mieszkań (3,1% k/k i 29,5% r/r). Średnia cena sprzedanych mieszkań wzrosła w 1Q'17 o 0,4% r/r i spadła o 2,4% k/k.                                                                                                                                                                                      |
| <b>Emperia</b>         | NWZ Emperii upoważniło zarząd do podwyższenia kapitału w ramach kapitału docelowego.                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Energetyka</b>      | EDF uruchomił nową elektrociepłownię gazową w Toruniu. Koszt inwestycji wyniósł ok. 550 mln PLN.                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Górnictwo</b>       | Program dla górnictwa na 2016-30 będzie przyjęty przez rząd w 3Q'17 – ME.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Idea Bank</b>       | Zysk netto grupy Idea Banku w 1Q'17 wyniósł 51,2 mln PLN (-16,2% r/r).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>JSW</b>             | <p>W przeciągu dwóch lat kopalnia Knurów-Szczygłowice zwiększy udział węgla koksowego w produkcji do 80% z obecnych 55%. Kopania będzie produkować węgiel koksowy typu hard.</p> <p>World Steel Association szacuje, że popyt na stal w '17 w UE wzrośnie o 0,5%, a na całym świecie o 1,3%. W '18 popyt na stal w UE ma wzrosnąć o 1,4% oraz 0,9% na całym świecie.</p>                       |
| <b>Mabion</b>          | Komitett EMA wydał pozytywną opinię ws. rejestracji biopodobnego rituximabu Sandozu. W przypadku ostatecznej rejestracji leku przez EMA Sandoz wprowadzi biopodobny rituximab do obrotu pod dwiema nazwami handlowymi: Rixathon i Riximyo. Polski Mabion również prowadzi prace nad biopodobnym rituximabem (pod nazwą MabionCD20).                                                            |
| <b>Master Pharm</b>    | <p>Zarząd rekomenduje wypłatę 0,22 PLN DPS z zysku za '16.</p> <p>Parkiet podaje, że inwestycje przyczynią się do poprawy marż Master Pharmu. Dzięki nowej fabryce w Łodzi i doposażeniu fabryki w Mielcu moce produkcyjne wzrosną o 40-50%. Spółka chce rosnać szybciej niż rynek (Parkiet).</p>                                                                                              |
| <b>Mirbud</b>          | Backlog grupy Mirbud na lata '17-'18 wynosi ok. 1,6 mld PLN z czego ok. 700 mln PLN przypada na '17.                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Paged</b>           | Grupa Paged zamknie zakład w Jarocinie i tym samym wygasi produkcję mebli skrzyniowych. Grupa skoncentruje się na produkcji w pozostałych zakładach w Jasienicy i Sędziszowie Małopolskim, specjalizujących się w produkcji mebli szkieletowych.                                                                                                                                               |
| <b>Polska</b>          | <p>Morawiecki, MR: Wzrost PKB w 1Q'17 wyniósł mocno powyżej 3,5%, może nieco poniżej 4%.</p> <p>Agencja S&amp;P potwierdziła rating Polski na poziomie "BBB+" z perspektywą stabilną.</p> <p>GUS - rewizja wzrostu PKB:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- PKB w '16 wzrósł o 2,7% r/r vs 2,8% r/r szacowane wcześniej</li><li>- w 4Q'16 o 2,5% vs 2,7% szacowane wcześniej</li></ul> |
| <b>Qumak</b>           | Qumak planuje emisję obligacji o wartości nom. do 30 mln PLN; pozyskane środki mają wzmocnić kapitał obrotowy. W przyszłości spółka chce podwyższyć kapitał, by pozyskać środki na wykup obligacji.                                                                                                                                                                                            |
| <b>Redwood Holding</b> | Odpisy aktualizujące, w tym na wartości udziałów w jednostkach zależnych, obniżą skonsolidowany wynik za '16 o łącznie 38,4 mln PLN.                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Stalprofil</b>      | CAPEX w '17 wyniesie ok. 3,98 mln PLN. Spółka optymistycznie ocenia perspektywę dla rynku stali w Polsce, licząc na wzrost jej produkcji i zużycia. Pozytywnym czynnikiem są również relatywnie wysokie ceny produktów stalowych.                                                                                                                                                              |
| <b>Telekomunikacja</b> | Jedną z rozważanych przez zarząd i akcjonariuszy P4 opcji, jest debiut Play'a na GPW.                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Ulma</b>            | WZA uchwaliło wypłatę 5,4 PLN DPS z zysku za '16; ustalenie 5 maja, wypłata 18 maja.                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Unima 2000</b>      | Zarząd rekomenduje wypłatę 0,18 PLN DPS z zysku za '16.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Vigo System</b>     | Zarząd rekomenduje wypłatę 8,24 PLN DPS z zysku za '16; ustalenie 31 maja, wypłata 14 czerwca.                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |

## Kalendarium spółek

### Poniedziałek, 24 kwietnia 2017

|       |                                                                                                                |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Atal  | ZWZA ws. m.in. podziału zysku netto za rok 2016 oraz połączenia spółki ATAL S.A. ze spółką ATAL Spółka z o. o. |
| Netia | ZWZA ws. m.in. podziału zysku za rok 2016.                                                                     |

### Czwartek, 27 kwietnia 2017

|        |                                           |
|--------|-------------------------------------------|
| Kernel | Dzień wypłaty dywidendy 0,25 \$ na akcję. |
|--------|-------------------------------------------|

## Kalendarium makro

### 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%             |

### Czwartek, 27 kwietnia 2017

| Czas  | Region | Dane                                               | Okres    | Prognoza | Poprzednia wartość |
|-------|--------|----------------------------------------------------|----------|----------|--------------------|
| 08:00 | Niemcy | GfK Indeks zaufania konsumentów                    | Maj      |          | 9,80               |
| 11:00 | UE     | Wskaźnik zaufania w biznesie                       | Kwiecień |          | 0,82               |
| 11:00 | UE     | Indeks zaufania konsumentów                        | Kwiecień |          | -5,00              |
| 11:00 | UE     | Indeks zaufania w gospodarce                       | Kwiecień |          | 107,90             |
| 11:00 | UE     | Indeks zaufania w przemyśle                        | Kwiecień |          | 1,20               |
| 14:30 | USA    | Zamówienia na dobra trwałego użytku bez śr. trans. | Marzec   |          | 0,40% m/m          |
| 14:30 | USA    | Zamówienia na dobra trwałego użytku                | Marzec   |          | 1,70% m/m          |

### Piątek, 28 kwietnia 2017

| Czas  | Region  | Dane                                 | Okres     | Prognoza | Poprzednia wartość    |
|-------|---------|--------------------------------------|-----------|----------|-----------------------|
| 01:30 | Japonia | Bazowa inflacja CPI rejonu Tokio     | Kwiecień  |          | -0,20% r/r            |
| 01:30 | Japonia | Inflacja CPI rejonu Tokio            | Kwiecień  |          | -0,40% r/r            |
| 01:30 | Japonia | Bazowa inflacja CPI                  | Marzec    |          | 0,00% m/m; 0,10% r/r  |
| 01:30 | Japonia | Inflacja CPI                         | Marzec    |          | 0,30% r/r             |
| 01:30 | Japonia | Wydatki gospodarstw domowych         | Marzec    |          | -3,80% r/r            |
| 01:30 | Japonia | Stopa bezrobocia                     | Marzec    |          | 2,80%                 |
| 07:00 | Japonia | Rozpoczęte budowy domów              | Marzec    |          | -2,60% r/r            |
| 07:30 | Francja | PKB (P)                              | I kwartał |          | 0,40% k/k; 1,10% r/r  |
| 08:45 | Francja | Wydatki konsumentów                  | Marzec    |          | -0,80% m/m            |
| 08:45 | Francja | Inflacja PPI                         | Marzec    |          | -0,20% m/m; 3,90% r/r |
| 10:00 | UE      | Podaż pieniądza M3                   | Marzec    |          | 4,70% r/r             |
| 10:30 | UK      | PKB                                  | I kwartał |          | 0,70% k/k; 0,70% r/r  |
| 14:30 | USA     | PKB Deflator                         | I kwartał |          | 2,10% k/k             |
| 14:30 | USA     | PKB                                  | I kwartał |          | 2,10% k/k; 2,00% r/r  |
| 14:30 | USA     | Bazowy PCE                           | I kwartał |          | 1,70% r/r             |
| 15:00 | USA     | Indeks S&P/Case-Shiller Composite 20 | Luty      |          | 5,70% r/r             |
| 15:45 | USA     | Indeks Chicago PMI                   | Kwiecień  |          | 57,70                 |

## 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            | 71,10           | +26,6%             | 22,6  | 10,6 |           |      |  |
| BZ WBK               | redukuj      | 2017-01-27      | 355,00                 | 332,34           | 356,70          | -6,8%              | 16,0  | 13,2 |           |      |  |
| GETIN NOBLE BANK     | trzymaj      | 2017-03-01      | 2,02                   | 2,14             | 1,76            | +21,6%             | 9,3   | 4,9  |           |      |  |
| HANDLOWY             | akumuluj     | 2017-01-27      | 79,48                  | 85,00            | 72,01           | +18,0%             | 17,0  | 13,3 |           |      |  |
| ING BSK              | redukuj      | 2017-04-05      | 171,00                 | 152,39           | 172,40          | -11,6%             | 15,3  | 13,6 |           |      |  |
| MILLENNIUM           | redukuj      | 2017-04-05      | 6,67                   | 5,81             | 6,19            | -6,1%              | 11,8  | 10,4 |           |      |  |
| PEKAO                | akumuluj     | 2017-04-05      | 134,60                 | 146,10           | 132,00          | +10,7%             | 15,4  | 14,7 |           |      |  |
| PKO BP               | redukuj      | 2017-03-01      | 33,28                  | 31,20            | 32,65           | -4,4%              | 13,9  | 12,3 |           |      |  |
| KOMERCNI BANKA       | akumuluj     | 2017-01-27      | 892,60                 | 1 011,37 CZK     | 936,20          | +8,0%              | 13,8  | 12,5 |           |      |  |
| ERSTE BANK           | kupuj        | 2017-01-27      | 28,60                  | 35,98 EUR        | 30,73           | +17,1%             | 10,7  | 9,5  |           |      |  |
| OTP BANK             | akumuluj     | 2017-03-01      | 8 450                  | 9 031,25 HUF     | 8 266           | +9,3%              | 10,4  | 9,5  |           |      |  |
| Ubezpieczyciele      |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |  |
| PZU                  | kupuj        | 2017-01-27      | 35,50                  | 44,63            | 38,90           | +14,7%             | 14,3  | 10,1 |           |      |  |
| Usługi finansowe     |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |  |
| KRUK                 | redukuj      | 2017-01-27      | 249,15                 | 219,64           | 273,75          | -19,8%             | 18,1  | 15,9 |           |      |  |
| PRIME CAR MANAGEMENT | kupuj        | 2017-01-27      | 34,91                  | 46,43            | 29,02           | +60,0%             | 8,4   | 7,6  |           |      |  |
| SKARBIEC HOLDING     | kupuj        | 2017-01-27      | 29,10                  | 46,28            | 31,17           | +48,5%             | 7,8   | 6,8  |           |      |  |
| Paliwa, Chemia       |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |  |
| CIECH                | trzymaj      | 2017-03-24      | 81,00                  | 82,00            | 77,75           | +5,5%              | 11,5  | 14,7 | 7,0       | 7,9  |  |
| GRUPA AZOTY          | trzymaj      | 2017-01-26      | 70,41                  | 73,90            | 68,93           | +7,2%              | 16,0  | 15,3 | 7,5       | 7,1  |  |
| LOTOS                | sprzedaj     | 2017-03-01      | 48,63                  | 36,27            | 51,83           | -30,0%             | 16,2  | 12,7 | 8,1       | 6,0  |  |
| MOL                  | redukuj      | 2016-12-20      | 20 620                 | 18 970 HUF       | 21 250          | -10,7%             | 12,7  | 10,8 | 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            | 113,10          | -41,5%             | 13,9  | 17,9 | 8,3       | 9,1  |  |
| POLWAX               | kupuj        | 2017-01-13      | 16,60                  | 25,95            | 15,29           | +69,7%             | 6,4   | 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       | 434,60          | +14,3%             | 14,6  | 14,1 | 6,7       | 6,6  |  |
| ENEA                 | sprzedaj     | 2017-03-01      | 10,67                  | 8,81             | 11,35           | -22,4%             | 7,3   | 6,2  | 4,8       | 3,9  |  |
| ENERGA               | trzymaj      | 2017-01-27      | 10,20                  | 9,20             | 10,00           | -8,0%              | 8,2   | 7,6  | 4,6       | 4,5  |  |
| PGE                  | trzymaj      | 2016-10-04      | 10,18                  | 10,63            | 11,41           | -6,8%              | 9,4   | 8,9  | 5,2       | 5,2  |  |
| TAURON               | trzymaj      | 2017-04-05      | 3,35                   | 3,03             | 3,13            | -3,2%              | 5,6   | 5,3  | 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             | 4,43            | +55,8%             | 576,0 | 49,8 | 4,5       | 4,3  |  |
| Media                |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |  |
| AGORA                | akumuluj     | 2017-01-27      | 12,90                  | 13,90            | 14,42           | -3,6%              | -     | -    | 6,7       | 6,6  |  |
| CYFROWY POLSAT       | redukuj      | 2017-01-27      | 24,65                  | 22,30            | 23,85           | -6,5%              | 16,3  | 13,7 | 7,2       | 6,9  |  |
| WIRTUALNA POLSKA     | akumuluj     | 2017-01-27      | 56,60                  | 61,00            | 53,85           | +13,3%             | 20,6  | 16,8 | 11,7      | 9,8  |  |
| IT                   |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |  |
| ASSECO POLAND        | redukuj      | 2017-02-24      | 55,81                  | 53,00            | 54,94           | -3,5%              | 14,5  | 14,1 | 6,6       | 6,2  |  |
| CD PROJEKT           | sprzedaj     | 2017-01-26      | 59,63                  | 43,40            | 66,71           | -34,9%             | 43,9  | 43,6 | 31,8      | 31,3 |  |
| COMARCH              | akumuluj     | 2017-03-01      | 204,80                 | 205,00           | 229,00          | -10,5%             | 23,1  | 19,6 | 9,8       | 9,0  |  |
| Przemysł i metale    |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |  |
| FAMUR                | zawieszona   | 2016-11-30      | 4,22                   | -                | 5,54            | -                  | -     | -    | -         | -    |  |
| KERNEL               | trzymaj      | 2017-01-27      | 76,75                  | 73,90            | 67,29           | +9,8%              | 5,2   | 5,6  | 4,0       | 3,8  |  |
| KĘTY                 | trzymaj      | 2017-01-27      | 416,80                 | 387,90           | 408,20          | -5,0%              | 15,4  | 15,7 | 10,7      | 10,0 |  |
| KGHM                 | akumuluj     | 2017-04-05      | 120,10                 | 132,22           | 120,60          | +9,6%              | 7,2   | 7,9  | 4,7       | 4,7  |  |
| STELMET              | akumuluj     | 2017-01-27      | 32,30                  | 33,80            | 27,41           | +23,3%             | 14,1  | 11,0 | 9,4       | 7,4  |  |
| UNIWHEELS            | akumuluj     | 2017-01-27      | 236,00                 | 258,00           | 237,00          | +8,9%              | 10,4  | 10,2 | 8,2       | 8,3  |  |
| Budownictwo          |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |  |
| BUDIMEX              | akumuluj     | 2017-01-27      | 217,00                 | 238,40           | 256,30          | -7,0%              | 16,3  | 18,3 | 8,6       | 10,2 |  |
| ELEKTROBUDOWA        | trzymaj      | 2017-04-05      | 139,90                 | 146,00           | 127,00          | +15,0%             | 12,3  | 13,1 | 6,5       | 6,7  |  |
| ERBUD                | trzymaj      | 2017-04-05      | 32,98                  | 33,50            | 32,31           | +3,7%              | 13,0  | 12,7 | 5,5       | 5,3  |  |
| UNIBEP               | akumuluj     | 2017-03-01      | 12,59                  | 12,80            | 13,90           | -7,9%              | 11,7  | 12,2 | 7,9       | 8,1  |  |
| Deweloperzy          |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |  |
| ATAL                 | kupuj        | 2017-04-10      | 34,89                  | 44,10            | 36,70           | +20,2%             | 7,9   | 7,8  | 7,1       | 7,0  |  |
| CAPITAL PARK         | kupuj        | 2017-01-25      | 6,30                   | 8,09             | 6,19            | +30,7%             | 44,1  | 8,1  | 120,6     | 13,9 |  |
| DOM DEVELOPMENT      | akumuluj     | 2017-01-27      | 64,94                  | 72,50            | 70,80           | +2,4%              | 10,6  | 10,4 | 8,2       | 8,0  |  |
| ECHO                 | kupuj        | 2017-01-25      | 5,69                   | 6,64             | 5,75            | +15,5%             | 10,6  | 8,5  | 12,4      | 10,5 |  |
| GTC                  | akumuluj     | 2017-01-25      | 8,65                   | 9,59             | 9,06            | +5,8%              | 8,0   | 11,6 | 10,4      | 14,5 |  |
| ROBYG                | kupuj        | 2017-01-27      | 3,00                   | 3,95             | 3,40            | +16,2%             | 11,1  | 6,8  | 12,0      | 6,9  |  |
| Handel               |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |  |
| AMREST               | akumuluj     | 2017-01-27      | 347,00                 | 367,00           | 343,00          | +7,0%              | 29,5  | 21,8 | 11,6      | 9,2  |  |
| CCC                  | trzymaj      | 2017-03-01      | 225,50                 | 219,00           | 223,55          | -2,0%              | 22,5  | 18,3 | 15,8      | 13,1 |  |
| EUROCASH             | kupuj        | 2017-01-27      | 39,90                  | 46,20            | 32,30           | +43,0%             | 17,7  | 13,5 | 8,4       | 6,7  |  |
| JERONIMO MARTINS     | akumuluj     | 2017-01-27      | 15,66                  | 16,90 EUR        | 16,10           | +5,0%              | 22,0  | 19,9 | 11,2      | 10,4 |  |
| LPP                  | sprzedaj     | 2017-04-05      | 6 635                  | 5 300            | 6 870           | -22,9%             | 27,2  | 20,6 | 15,1      | 12,0 |  |
| TXM                  | kupuj        | 2017-03-09      | 5,50                   | 6,95             | 4,95            | +40,4%             | 9,8   | 7,9  | 6,8       | 5,7  |  |
| Inne                 |              |                 |                        |                  |                 |                    |       |      |           |      |  |
| PBKM                 | akumuluj     | 2017-04-05      | 60,50                  | 70,00            | 58,60           | +19,5%             | 10,0  | 8,3  | 6,8       | 5,8  |  |
| WORK SERVICE         | zawieszona   | 2016-12-06      | 10,17                  | -                | 9,99            | -                  | -     | -    | -         | -    |  |

## Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej (2017-04-21)

|                                   | 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                        | 71,1   | 11,6        | 22,6        | 10,6        | 13%        | 6%          | 12%        | 1,5        | 1,4          | 1,2        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| BZ WBK                            | 356,7  | 16,3        | 16,0        | 13,2        | 11%        | 10%         | 11%        | 1,8        | 1,6          | 1,4        | 6,3%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Getin Noble Bank                  | 1,76   | -           | 9,3         | 4,9         | -1%        | 4%          | 6%         | 0,3        | 0,3          | 0,3        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Handlowy                          | 72,0   | 15,6        | 17,0        | 13,3        | 9%         | 8%          | 10%        | 1,4        | 1,4          | 1,3        | 6,5%        | 6,4%        | 5,9%        |
| ING BSK                           | 172,4  | 17,9        | 15,3        | 13,6        | 12%        | 12%         | 12%        | 2,1        | 1,7          | 1,5        | 2,5%        | 0,0%        | 1,6%        |
| Millennium                        | 6,2    | 10,7        | 11,8        | 10,4        | 10%        | 9%          | 9%         | 1,1        | 0,9          | 0,8        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Pekao                             | 132,0  | 15,2        | 15,4        | 14,7        | 10%        | 10%         | 10%        | 1,5        | 1,5          | 1,4        | 6,4%        | 6,6%        | 6,3%        |
| PKO BP                            | 32,7   | 14,2        | 13,9        | 12,3        | 9%         | 8%          | 9%         | 1,3        | 1,1          | 1,0        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>                    |        | <b>15,2</b> | <b>15,4</b> | <b>12,7</b> | <b>10%</b> | <b>8%</b>   | <b>10%</b> | <b>1,4</b> | <b>1,4</b>   | <b>1,3</b> | <b>1,2%</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> |
| <b>INWESTORZY POLSKICH BANKÓW</b> |        |             |             |             |            |             |            |            |              |            |             |             |             |
| BCP                               | 0,19   | -           | 17,0        | 8,5         | -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                       | 8,3    | 13,4        | 19,2        | 12,2        | 2%         | 2%          | 2%         | 0,4        | 0,4          | 0,4        | 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                               | 62,0   | 11,7        | 12,1        | 11,8        | 15%        | 13%         | 13%        | 1,7        | 1,5          | 1,5        | 4,8%        | 4,8%        | 5,0%        |
| Santander                         | 5,7    | 13,1        | 12,4        | 11,5        | 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%        |
| <b>Mediana</b>                    |        | <b>12,2</b> | <b>12,3</b> | <b>11,1</b> | <b>6%</b>  | <b>7%</b>   | <b>7%</b>  | <b>0,8</b> | <b>0,7</b>   | <b>0,7</b> | <b>0,7%</b> | <b>1,8%</b> | <b>2,9%</b> |
| <b>ZAGRANICZNE BANKI</b>          |        |             |             |             |            |             |            |            |              |            |             |             |             |
| Erste Bank*                       | 30,7   | 10,4        | 10,7        | 9,5         | 11%        | 10%         | 10%        | 1,1        | 1,0          | 0,9        | 1,6%        | 3,3%        | 3,0%        |
| Komercni Banka*                   | 936    | 12,9        | 13,8        | 12,5        | 13%        | 12%         | 12%        | 1,7        | 1,6          | 1,5        | 6,6%        | 4,3%        | 4,4%        |
| OTP*                              | 8 266  | 10,9        | 10,4        | 9,5         | 15%        | 14%         | 14%        | 1,6        | 1,4          | 1,3        | 2,2%        | 2,7%        | 2,8%        |
| Banco Popular Espanol             | 0,68   | -           | 24,1        | 5,7         | -22%       | 2%          | 4%         | 0,2        | 0,3          | 0,3        | 0,0%        | 0,4%        | 2,2%        |
| Deutsche Bank                     | 15,5   | 14,3        | 14,7        | 9,4         | -3%        | 2%          | 4%         | 0,4        | 0,5          | 0,5        | 0,0%        | 0,7%        | 2,4%        |
| Sberbank                          | 159,59 | 6,8         | 5,6         | 5,1         | 20%        | 20%         | 20%        | 1,3        | 1,1          | 0,9        | 3,0%        | 3,9%        | 5,1%        |
| VTB Bank                          | 0,07   | 21,7        | 10,8        | 9,3         | 3%         | 6%          | 8%         | 0,8        | 0,6          | 0,7        | 1,5%        | 1,5%        | 3,1%        |
| Piraeus Bank                      | 0,17   | -           | 6,4         | 3,4         | 0%         | 3%          | 5%         | 0,2        | 0,2          | 0,2        | 0,0%        | 0,0%        | 1,8%        |
| Alpha Bank                        | 1,72   | 37,4        | 8,6         | 4,8         | 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                 | 0,59   | 7,4         | 6,6         | 3,5         | 3%         | 3%          | 6%         | 0,2        | 0,2          | 0,2        | 0,0%        | 0,0%        | 1,5%        |
| Akbank                            | 9,31   | 8,0         | 7,5         | 6,7         | 16%        | 15%         | 14%        | 1,2        | 1,0          | 0,9        | 2,4%        | 2,4%        | 3,1%        |
| Türkiye Garanti Bank              | 9,60   | 8,3         | 7,3         | 6,1         | 15%        | 15%         | 16%        | 1,1        | 1,0          | 0,9        | 1,8%        | 2,2%        | 2,4%        |
| Türkiye Halk Bank                 | 11,75  | 5,2         | 4,7         | 4,1         | 14%        | 14%         | 14%        | 0,7        | 0,6          | 0,5        | 1,6%        | 1,7%        | 2,4%        |
| Türkiye Vakıflar Bankası          | 6,02   | 6,3         | 6,8         | 5,4         | 13%        | 10%         | 12%        | 0,8        | 0,7          | 0,6        | 0,7%        | 0,7%        | 0,7%        |
| Yapi ve Kredi Bankası             | 4,25   | 6,3         | 6,0         | 5,2         | 12%        | 11%         | 12%        | 0,7        | 0,6          | 0,6        | 0,3%        | 0,4%        | 0,8%        |
| <b>Mediana</b>                    |        | <b>8,3</b>  | <b>8,0</b>  | <b>5,6</b>  | <b>11%</b> | <b>10%</b>  | <b>11%</b> | <b>0,7</b> | <b>0,6</b>   | <b>0,6</b> | <b>1,1%</b> | <b>1,1%</b> | <b>2,4%</b> |

## Wycena spółek ubezpieczeniowych (2017-04-21)

|                           | 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                       | 38,9  | 17,1        | 14,3        | 10,1        | 15%       | 17%         | 22%        | 2,6        | 2,4          | 2,1        | 5,3%        | 3,2%        | 5,6%        |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b> |       |             |             |             |           |             |            |            |              |            |             |             |             |
| Vienna Insurance G.       | 22,7  | 10,6        | 10,6        | 10,3        | 6%        | 6%          | 6%         | 0,6        | 0,6          | 0,6        | 3,3%        | 3,7%        | 4,0%        |
| Uniq                      | 7,5   | 20,0        | 10,9        | 10,2        | 5%        | 7%          | 7%         | 0,7        | 0,7          | 0,7        | 6,5%        | 6,9%        | 7,2%        |
| Aegon                     | 4,6   | 10,2        | 7,3         | 7,1         | 3%        | 6%          | 6%         | 0,5        | 0,5          | 0,4        | 5,7%        | 5,8%        | 6,1%        |
| Allianz                   | 170,6 | 11,4        | 11,0        | 10,4        | 10%       | 10%         | 10%        | 1,1        | 1,1          | 1,1        | 4,3%        | 4,6%        | 4,8%        |
| Aviva                     | 5,1   | 10,2        | 9,5         | 8,9         | 10%       | 11%         | 11%        | 1,2        | 1,2          | 1,2        | 4,5%        | 5,1%        | 5,5%        |
| AXA                       | 23,5  | 10,2        | 9,7         | 9,3         | 8%        | 8%          | 9%         | 0,8        | 0,8          | 0,8        | 5,0%        | 5,1%        | 5,4%        |
| Baloise                   | 140,6 | 13,1        | 12,3        | 12,0        | 9%        | 9%          | 9%         | 1,2        | 1,1          | 1,1        | 3,7%        | 3,9%        | 4,0%        |
| Assicurazioni Generali    | 14,3  | 10,2        | 9,6         | 9,2         | 9%        | 9%          | 9%         | 0,9        | 0,9          | 0,9        | 5,5%        | 5,9%        | 6,2%        |
| Helvetia                  | 549,5 | 13,5        | 11,7        | 10,6        | 9%        | 10%         | 11%        | 1,1        | 1,1          | 1,0        | 3,7%        | 4,2%        | 4,6%        |
| Mapfre                    | 3,2   | 13,4        | 12,0        | 11,1        | 9%        | 9%          | 10%        | 1,1        | 1,0          | 1,0        | 4,1%        | 4,6%        | 5,0%        |
| RSA Insurance             | 5,7   | 16,4        | 13,4        | 11,5        | 10%       | 12%         | 13%        | 1,6        | 1,5          | 1,5        | 2,5%        | 3,6%        | 4,8%        |
| Zurich Financial          | 264,6 | 11,9        | 11,8        | 10,9        | 10%       | 11%         | 12%        | 1,2        | 1,3          | 1,2        | 6,4%        | 6,6%        | 6,8%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>11,7</b> | <b>10,9</b> | <b>10,3</b> | <b>9%</b> | <b>9%</b>   | <b>10%</b> | <b>1,1</b> | <b>1,1</b>   | <b>1,0</b> | <b>4,4%</b> | <b>4,9%</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 (2017-04-21)

|                           | 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 RAFINERYJNE</b> |        |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Lotos                     | 51,8   | 4,9        | 8,1        | 6,0        | 0,7        | 0,6        | 0,5        | 9,4         | 16,2        | 12,7        | 14%          | 7%         | 8%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| MOL                       | 21 250 | 5,0        | 5,3        | 4,8        | 0,9        | 0,7        | 0,6        | 8,3         | 12,7        | 10,8        | 17%          | 13%        | 13%        | 2,5%        | 2,7%        | 2,8%        |
| PKN Orlen                 | 113,1  | 5,6        | 8,3        | 9,1        | 0,7        | 0,5        | 0,5        | 9,2         | 13,9        | 17,9        | 12%          | 6%         | 5%         | 1,8%        | 2,1%        | 2,5%        |
| HollyFrontier             | 27,9   | 11,5       | 6,6        | 5,6        | 0,7        | 0,6        | 0,6        | 55,2        | 17,2        | 11,2        | 6%           | 9%         | 10%        | 4,7%        | 4,8%        | 4,9%        |
| Tesoro                    | 77,9   | 7,6        | 5,7        | 5,0        | 0,6        | 0,5        | 0,5        | 19,0        | 13,9        | 11,2        | 8%           | 8%         | 10%        | 2,7%        | 3,0%        | 3,1%        |
| Valero Energy             | 65,2   | 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        | 48,6   | 10,0       | 8,0        | 7,1        | 0,7        | 0,6        | 0,5        | 24,8        | 16,6        | 13,0        | 7%           | 7%         | 8%         | 2,8%        | 3,1%        | 3,3%        |
| Phillips 66               | 76,4   | 11,6       | 8,9        | 7,4        | 0,6        | 0,4        | 0,4        | 24,9        | 17,0        | 12,1        | 5%           | 5%         | 6%         | 3,2%        | 3,5%        | 3,7%        |
| Tupras                    | 84,8   | 9,8        | 6,8        | 6,8        | 0,8        | 0,5        | 0,5        | 14,3        | 9,0         | 8,7         | 8%           | 8%         | 7%         | 5,8%        | 8,4%        | 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                 | 37,6   | 7,4        | 8,4        | 8,3        | 0,9        | 0,8        | 0,8        | 12,6        | 14,3        | 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        | 3,5        | 3,8        | 0,2        | 0,2        | 0,2        | 10,3        | 10,9        | 13,2        | 7%           | 6%         | 5%         | 5,1%        | 4,8%        | 4,4%        |
| Motor Oil                 | 15,4   | 4,1        | 4,4        | 4,7        | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 7,4         | 8,5         | 9,5         | 8%           | 6%         | 6%         | 5,2%        | 5,4%        | 5,5%        |
| <b>Mediana</b>            |        | <b>6,3</b> | <b>6,2</b> | <b>5,4</b> | <b>0,7</b> | <b>0,5</b> | <b>0,5</b> | <b>12,2</b> | <b>13,8</b> | <b>11,6</b> | <b>8%</b>    | <b>8%</b>  | <b>7%</b>  | <b>3,2%</b> | <b>3,4%</b> | <b>3,6%</b> |
| <b>SPÓŁKI GAZOWE</b>      |        |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| A2A SpA                   | 1,3    | 6,8        | 6,9        | 6,7        | 1,6        | 1,5        | 1,4        | 13,6        | 12,8        | 12,1        | 23%          | 21%        | 21%        | 3,5%        | 4,6%        | 5,1%        |
| Centrica                  | 207,7  | 6,3        | 6,1        | 5,9        | 0,6        | 0,5        | 0,5        | 12,7        | 12,5        | 11,5        | 9%           | 9%         | 9%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Enagas                    | 23,9   | 11,9       | 10,7       | 10,9       | 8,7        | 7,7        | 7,8        | 13,6        | 12,8        | 13,3        | 73%          | 72%        | 72%        | 5,8%        | 6,1%        | 6,4%        |
| Endesa                    | 21,5   | 8,2        | 8,2        | 8,1        | 1,4        | 1,4        | 1,4        | 16,6        | 16,7        | 16,7        | 17%          | 17%        | 17%        | 6,1%        | 6,1%        | 6,2%        |
| 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        | 15,2        | 14,9        | 13,9        | 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        | 17,6        | 19%          | 19%        | 19%        | 3,5%        | 3,7%        | 3,7%        |
| Snam SpA                  | 4,0    | 12,7       | 12,4       | 12,2       | 10,2       | 9,8        | 9,7        | 16,9        | 15,2        | 14,8        | 80%          | 79%        | 80%        | 5,3%        | 5,5%        | 5,5%        |
| 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                        | 441,4  | 6,0        | 4,4        | 3,9        | 0,7        | 0,5        | 0,5        | 30,9        | 15,8        | 12,7        | 11%          | 12%        | 13%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Eni                       | 14,5   | 6,7        | 4,4        | 3,7        | 1,2        | 1,0        | 0,9        | -           | 22,6        | 15,4        | 19%          | 23%        | 26%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,6%        |
| Gazprom                   | 123,0  | 3,6        | 3,4        | 2,9        | 0,8        | 0,8        | 0,7        | 3,3         | 3,7         | 3,0         | 23%          | 24%        | 25%        | 6,5%        | 6,4%        | 7,6%        |
| NovaTek                   | 683,7  | 12,0       | 10,0       | 9,2        | 4,2        | 3,8        | 3,5        | 8,2         | 11,6        | 10,1        | 35%          | 38%        | 38%        | 2%          | 3%          | 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                     | 23,9   | 8,2        | 5,9        | 5,2        | 1,2        | 1,0        | 0,9        | 24,9        | 14,5        | 11,7        | 14%          | 16%        | 17%        | 8,4%        | 8,3%        | 8,4%        |
| Statoil                   | 141,4  | 33,0       | 21,3       | 19,3       | 10,2       | 8,2        | 7,6        | -           | 15,5        | 12,7        | 31%          | 38%        | 39%        | 0,1%        | 0,1%        | 0,1%        |
| Total                     | 46,5   | 7,5        | 5,6        | 5,1        | 1,2        | 0,9        | 0,9        | 15,9        | 12,7        | 11,1        | 16%          | 17%        | 17%        | 5,7%        | 5,7%        | 5,8%        |
| <b>Mediana</b>            |        | <b>7,2</b> | <b>6,1</b> | <b>6,0</b> | <b>1,4</b> | <b>1,3</b> | <b>1,3</b> | <b>15,2</b> | <b>13,3</b> | <b>12,6</b> | <b>19%</b>   | <b>21%</b> | <b>20%</b> | <b>5,3%</b> | <b>5,5%</b> | <b>5,5%</b> |

### Wycena spółek energetycznych (2017-04-21)

|                            | 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        |
| <b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b> |        |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| 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                        | 3,0    | 8,4        | 8,3        | 8,3        | 2,0        | 2,0        | 2,0        | 11,9        | 10,8        | 11,6        | 24%          | 24%        | 24%        | 6,2%        | 6,3%        | 6,3%        |
| Endesa                     | 21,5   | 8,2        | 8,2        | 8,1        | 1,4        | 1,4        | 1,4        | 16,6        | 16,7        | 16,7        | 17%          | 17%        | 17%        | 6,1%        | 6,1%        | 6,2%        |
| Enel                       | 4,2    | 6,5        | 6,3        | 6,1        | 1,3        | 1,3        | 1,3        | 13,1        | 11,9        | 10,7        | 20%          | 21%        | 21%        | 4,3%        | 5,2%        | 6,3%        |
| EON                        | 7,2    | 8,9        | 8,7        | 8,8        | 1,1        | 1,1        | 1,1        | 16,9        | 11,4        | 11,6        | 13%          | 13%        | 13%        | 3,0%        | 4,0%        | 4,3%        |
| Fortum                     | 12,8   | 10,4       | 9,4        | 9,3        | 3,1        | 2,8        | 2,8        | 20,5        | 18,2        | 17,8        | 30%          | 30%        | 30%        | 5,9%        | 6,5%        | 5,4%        |
| Iberdola                   | 6,5    | 9,6        | 9,2        | 8,7        | 2,3        | 2,3        | 2,3        | 15,9        | 14,9        | 14,0        | 24%          | 25%        | 26%        | 4,6%        | 4,9%        | 5,1%        |
| National Grid              | 1002,0 | 11,1       | 11,0       | 11,4       | 4,0        | 3,9        | 3,8        | 16,2        | 15,7        | 15,3        | 36%          | 35%        | 34%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Red Electrica              | 18,0   | 9,9        | 9,7        | 9,4        | 7,6        | 7,4        | 7,2        | 15,1        | 14,5        | 13,8        | 76%          | 77%        | 77%        | 4,8%        | 5,1%        | 5,4%        |
| RWE                        | 15,1   | 6,9        | 6,7        | 6,8        | 0,8        | 0,8        | 0,8        | 13,6        | 9,7         | 10,2        | 11%          | 12%        | 12%        | 1,0%        | 3,3%        | 3,5%        |
| SSE                        | 1445,0 | 9,8        | 9,7        | 9,4        | 0,7        | 0,8        | 0,7        | 12,4        | 11,9        | 12,0        | 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        | 18,8        | 22,3        | 34%          | 29%        | 27%        | 1,7%        | 1,6%        | 1,7%        |
| CEZ                        | 434,6  | 6,8        | 6,7        | 6,6        | 1,9        | 1,9        | 1,8        | 16,4        | 14,6        | 14,1        | 29%          | 28%        | 28%        | 9,2%        | 6,4%        | 5,5%        |
| PGE                        | 11,4   | 3,6        | 5,2        | 5,2        | 0,9        | 1,1        | 1,1        | 8,3         | 9,4         | 8,9         | 26%          | 21%        | 21%        | 2,2%        | 2,1%        | 2,7%        |
| Tauron                     | 3,1    | 4,2        | 4,8        | 5,0        | 0,8        | 0,9        | 1,0        | 14,9        | 5,6         | 5,3         | 19%          | 19%        | 19%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Enea                       | 11,4   | 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%        |
| Energia                    | 10,0   | 4,4        | 4,6        | 4,5        | 0,9        | 0,8        | 0,8        | 27,4        | 8,2         | 7,6         | 20%          | 18%        | 18%        | 4,9%        | 2,4%        | 2,4%        |
| ZE PAK*                    | 18,4   | 2,4        | 2,3        | 3,3        | 0,5        | 0,5        | 0,6        | 3,5         | 3,3         | 5,2         | 21%          | 21%        | 18%        | 0,0%        | 2,2%        | 2,2%        |
| <b>Mediana</b>             |        | <b>7,5</b> | <b>7,5</b> | <b>7,5</b> | <b>1,2</b> | <b>1,2</b> | <b>1,2</b> | <b>15,0</b> | <b>11,7</b> | <b>11,6</b> | <b>21%</b>   | <b>21%</b> | <b>21%</b> | <b>3,6%</b> | <b>3,6%</b> | <b>3,9%</b> |

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

## Wycena spółek nawozowych i chemicznych (2017-04-21)

|                    | 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 NAWOZOWE    |        |           |      |      |       |       |       |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Acron              | 3 274  | 5,3       | 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           | 151,8  | -         | -    | -    | 183,7 | 192,5 | 194,7 | 6,0  | 6,7  | 7,9  | 53%          | 49%  | 46%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Agrium             | 90,5   | 10,5      | 9,4  | 8,6  | 1,3   | 1,2   | 1,2   | 18,8 | 16,7 | 14,4 | 12%          | 13%  | 14%  | 3,9% | 3,9% | 4,0% |
| Phosagro           | 2 306  | 5,6       | 6,4  | 6,1  | 2,1   | 2,3   | 2,2   | 6,8  | 8,4  | 7,7  | 38%          | 36%  | 36%  | 6,7% | 5,7% | 6,7% |
| 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 | 324,8  | 7,2       | 6,8  | 6,0  | 1,1   | 1,0   | 1,0   | 15,5 | 14,3 | 11,8 | 15%          | 15%  | 16%  | 3,7% | 3,4% | 4,0% |
| The Mosaic Company | 26,7   | 12,1      | 9,9  | 8,6  | 1,8   | 1,7   | 1,6   | 39,3 | 26,1 | 19,5 | 15%          | 17%  | 18%  | 4,1% | 2,2% | 2,6% |
| Potash             | 16,2   | 12,6      | 12,4 | 11,0 | 4,5   | 4,4   | 4,3   | 31,8 | 30,3 | 23,6 | 36%          | 36%  | 39%  | 6,1% | 2,5% | 2,5% |
| CF Industries      | 26,0   | 14,0      | 10,4 | 9,0  | 3,6   | 3,2   | 3,0   | 32,8 | -    | 27,8 | 26%          | 30%  | 33%  | 4,6% | 4,6% | 4,6% |
| Israel Chemicals   | 1475,0 | 21,3      | 19,8 | 17,9 | 4,1   | 4,0   | 3,8   | 12,8 | 11,5 | 10,1 | 19%          | 20%  | 21%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Grupa Azoty        | 68,9   | 8,0       | 7,5  | 7,1  | 0,9   | 0,9   | 0,9   | 19,3 | 16,0 | 15,3 | 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*        | 174,5  | 4,9       | 5,6  | 4,8  | 0,8   | 0,7   | 0,7   | 10,7 | 12,5 | 10,3 | 16%          | 13%  | 15%  | 6,0% | 5,7% | 7,6% |
| Mediana            |        | 9,5       | 8,0  | 6,9  | 1,8   | 1,7   | 1,6   | 17,2 | 14,3 | 11,8 | 16%          | 19%  | 21%  | 3,9% | 2,5% | 3,8% |
| SPÓŁKI CHEMICZNE   |        |           |      |      |       |       |       |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Ciech              | 77,8   | 5,9       | 7,0  | 7,9  | 1,5   | 1,5   | 1,4   | 6,9  | 11,5 | 14,7 | 26%          | 21%  | 18%  | 3,7% | 4,5% | 4,8% |
| Akzo Nobel         | 78,2   | 10,2      | 9,9  | 9,5  | 1,5   | 1,5   | 1,4   | 18,6 | 18,6 | 17,8 | 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              | 3541,0 | 14,8      | 13,4 | 12,5 | 4,1   | 3,8   | 3,6   | 23,1 | 21,0 | 19,5 | 28%          | 28%  | 29%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Dow Chemical       | 62,2   | 9,4       | 8,5  | 8,0  | 1,9   | 1,7   | 1,7   | 17,1 | 15,2 | 14,0 | 20%          | 21%  | 21%  | 3,0% | 3,2% | 3,4% |
| Sisecam            | 4,3    | 7,9       | 6,6  | 6,1  | 1,6   | 1,4   | 1,3   | 13,3 | 11,1 | 10,4 | 20%          | 22%  | 21%  | 2,4% | 2,9% | 3,4% |
| Soda Sanayii       | 6,2    | 8,0       | 6,5  | 6,4  | 2,0   | 1,8   | 1,8   | 9,0  | 7,9  | 8,1  | 25%          | 29%  | 28%  | 6,1% | 5,7% | 6,7% |
| Solvay             | 111,8  | 6,8       | 6,7  | 6,4  | 1,4   | 1,4   | 1,3   | 14,0 | 14,0 | 12,7 | 21%          | 21%  | 21%  | 3,0% | 3,1% | 3,3% |
| Tata Chemicals     | 638,3  | 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 | 36,4   | 8,3       | 7,7  | 6,9  | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 17,9 | 13,6 | 12,0 | 13%          | 13%  | 14%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Wacker Chemie      | 95,5   | 5,7       | 5,4  | 5,1  | 1,1   | 1,1   | 1,1   | 29,1 | 19,9 | 16,0 | 20%          | 20%  | 21%  | 2,1% | 3,2% | 3,0% |
| Mediana            |        | 8,3       | 7,7  | 7,9  | 1,5   | 1,5   | 1,4   | 17,9 | 15,2 | 14,7 | 20%          | 21%  | 21%  | 2,4% | 3,1% | 3,3% |

## Wycena spółek sektora elektromaszynowego (2017-04-21)

|                | 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    | 316,7 | 17,3        | 14,9        | 14,0        | 3,9        | 3,6        | 3,5        | 27,7        | 23,6        | 22,0        | 23%          | 24%        | 25%        | 2,1%        | 2,3%        | 2,4%        |
| Caterpillar    | 94,3  | 17,1        | 16,5        | 14,2        | 2,2        | 2,3        | 2,1        | 29,0        | 30,2        | 21,6        | 13%          | 14%        | 15%        | 3,3%        | 3,3%        | 3,3%        |
| Duro Felguera  | 1,05  | 14,6        | 10,0        | 9,1         | 0,6        | 0,6        | 0,5        | 36,2        | 9,2         | 8,4         | 4%           | 6%         | 6%         | 0,5%        | 0,1%        | 6,3%        |
| 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        | -           | -           | 6,8         | -            | 15%        | 20%        | -           | -           | -           |
| Sandvig AG     | 132,3 | 12,8        | 11,4        | 10,8        | 2,4        | 2,3        | 2,2        | 25,1        | 20,8        | 18,9        | 19%          | 20%        | 20%        | 2,0%        | 2,3%        | 2,5%        |
| <b>Mediana</b> |       | <b>17,0</b> | <b>13,1</b> | <b>11,5</b> | <b>1,9</b> | <b>1,9</b> | <b>1,8</b> | <b>28,3</b> | <b>23,6</b> | <b>20,3</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 (2017-04-21)

|                    | 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  |
| POLSKIE SPÓŁKI     |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |       |       |
| KGHM               | 120,6  | -         | 4,7  | 4,7  | 1,7  | 1,4  | 1,4  | -    | 7,2  | 7,9  | -            | 30%  | 29%  | 1,2% | 1,2%  | 5,5%  |
| ZAGRANICZNE SPÓŁKI |        |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |       |       |
| Anglo American     | 1117,5 | 4,8       | 3,6  | 4,2  | 1,4  | 1,2  | 1,2  | 10,3 | 6,7  | 8,7  | 29%          | 35%  | 30%  | 0,0% | 0,0%  | 0,0%  |
| Antofagasta        | 818,5  | 6,8       | 5,8  | 5,3  | 3,0  | 2,6  | 2,4  | 29,5 | 21,7 | 19,5 | 44%          | 46%  | 46%  | 0,0% | 0,0%  | 0,0%  |
| BHP Billiton       | 24,0   | 13,5      | 7,1  | 8,0  | 5,1  | 3,9  | 4,0  | -    | 12,1 | 14,5 | 38%          | 54%  | 51%  | 1,0% | 2,7%  | 2,3%  |
| Boliden            | 271,0  | 9,0       | 6,1  | 6,3  | 2,1  | 1,6  | 1,7  | 19,9 | 10,4 | 10,9 | 23%          | 27%  | 27%  | 1,6% | 3,2%  | 3,1%  |
| First Quantum      | 13,0   | 14,2      | 11,8 | 8,3  | 5,3  | 4,2  | 3,5  | 34,0 | 25,0 | 12,3 | 38%          | 36%  | 42%  | 0,1% | 0,1%  | 0,1%  |
| Freeport-McMoRan   | 12,2   | 6,8       | 6,4  | 5,6  | 2,2  | 2,3  | 2,1  | 36,2 | 12,2 | 9,2  | 32%          | 35%  | 38%  | 0,0% | 0,0%  | 1,1%  |
| Hudbay Min         | 7,9    | 6,6       | 5,0  | 4,7  | 2,7  | 2,3  | 2,2  | 41,0 | 10,8 | 8,3  | 41%          | 46%  | 48%  | 0,2% | 0,2%  | 0,2%  |
| Lundin Min         | 7,2    | 10,3      | 6,8  | 7,2  | 3,9  | 3,1  | 3,1  | -    | 15,9 | 15,9 | 38%          | 46%  | 43%  | 0,0% | 1,4%  | 1,3%  |
| MMC Norilsk Nickel | 14,9   | 7,8       | 6,9  | 6,1  | 3,7  | 3,3  | 3,0  | 10,5 | 9,6  | 8,3  | 47%          | 48%  | 50%  | 8,2% | 10,6% | 11,6% |
| OZ Minerals        | 7,4    | 4,1       | 3,4  | 4,2  | 1,9  | 1,7  | 1,8  | 19,3 | 13,3 | 17,8 | 46%          | 49%  | 44%  | 2,0% | 2,0%  | 2,0%  |
| Rio Tinto          | 3058,5 | 5,6       | 4,0  | 4,9  | 2,1  | 1,8  | 2,0  | 14,6 | 8,6  | 11,8 | 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        | 35,3   | 14,6      | 10,5 | 9,4  | 5,9  | 5,1  | 4,7  | 31,4 | 19,9 | 17,5 | 41%          | 49%  | 49%  | 0,5% | 1,4%  | 2,3%  |
| Vedanta Resources  | 690,0  | 7,4       | 5,2  | 3,9  | 1,6  | 1,5  | 1,2  | -    | 16,7 | 5,5  | 21%          | 29%  | 32%  | 0,0% | 0,0%  | 0,0%  |
| Mediana            |        | 7.1       | 5.9  | 5.5  | 2.4  | 2.3  | 2.2  | 19.9 | 12.2 | 11.4 | 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 (2017-04-21)

|                                               | 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        | 5,0        | 1,1        | 1,3        | 1,3        | 47,2        | -           | -           | 28%          | 27%        | 26%        | 10,5%       | 4,4%        | 4,4%        |
| Orange Polska                                 | 4,4   | 9,3        | 4,5        | 4,3        | 1,1        | 1,2        | 1,1        | -           | -           | 49,8        | 12%          | 26%        | 26%        | 5,6%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>                                |       | <b>6,7</b> | <b>4,6</b> | <b>4,7</b> | <b>1,1</b> | <b>1,2</b> | <b>1,2</b> | <b>47,2</b> | <b>-</b>    | <b>49,8</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                                      | 29,2  | 6,7        | 6,7        | 6,5        | 2,0        | 2,0        | 2,0        | 16,5        | 16,2        | 15,7        | 30%          | 31%        | 31%        | 5,1%        | 5,1%        | 5,1%        |
| Telefonica CP                                 | 296,3 | 9,3        | 9,4        | 9,4        | 2,6        | 2,6        | 2,5        | 17,6        | 17,7        | 17,2        | 28%          | 27%        | 27%        | 6,4%        | 6,3%        | 6,3%        |
| Hellenic Telekom                              | 8,6   | 3,9        | 3,8        | 3,8        | 1,3        | 1,3        | 1,3        | 18,2        | 16,3        | 13,8        | 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   | 5,0        | 4,9        | 4,9        | 1,6        | 1,6        | 1,6        | 13,9        | 14,3        | 13,1        | 32%          | 32%        | 32%        | 3,2%        | 2,9%        | 2,9%        |
| <b>Mediana</b>                                |       | <b>5,0</b> | <b>5,0</b> | <b>5,0</b> | <b>1,6</b> | <b>1,6</b> | <b>1,6</b> | <b>16,5</b> | <b>16,2</b> | <b>14,0</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                                            | 311,0 | 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                                            | 15,9  | 6,2        | 5,9        | 5,7        | 1,8        | 1,8        | 1,7        | 18,6        | 18,1        | 15,4        | 30%          | 30%        | 30%        | 3,8%        | 4,1%        | 4,5%        |
| KPN                                           | 2,7   | 7,7        | 7,8        | 7,6        | 2,8        | 2,8        | 2,8        | 29,6        | 24,1        | 20,5        | 36%          | 36%        | 37%        | 10,9%       | 5,0%        | 5,7%        |
| Orange                                        | 14,0  | 5,1        | 5,0        | 4,9        | 1,6        | 1,5        | 1,5        | 13,9        | 13,2        | 12,3        | 31%          | 31%        | 31%        | 4,3%        | 4,6%        | 5,0%        |
| Swisscom                                      | 437,2 | 7,2        | 7,4        | 7,4        | 2,7        | 2,7        | 2,7        | 15,1        | 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        | 2,0        | 16,2        | 13,4        | 11,9        | 31%          | 32%        | 32%        | 5,5%        | 4,1%        | 4,2%        |
| Telia Company                                 | 36,2  | 8,5        | 8,6        | 8,5        | 2,6        | 2,8        | 2,8        | 12,0        | 11,9        | 11,5        | 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%        |
| <b>Mediana</b>                                |       | <b>6,7</b> | <b>6,2</b> | <b>6,0</b> | <b>2,3</b> | <b>2,2</b> | <b>2,2</b> | <b>14,5</b> | <b>13,3</b> | <b>12,1</b> | <b>33%</b>   | <b>32%</b> | <b>32%</b> | <b>4,7%</b> | <b>4,3%</b> | <b>4,7%</b> |

## Wycena spółek mediowych (2017-04-21)

|                       | 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                 | 14,4  | 6,3         | 6,7         | 6,6        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | -           | -           | -           | 10%          | 9%         | 9%         | 5,3%        | 4,2%        | 5,2%        |
| Cyfrowy Polsat        | 23,9  | 7,3         | 7,2         | 6,9        | 2,7        | 2,6        | 2,5        | 14,6        | 16,3        | 13,7        | 37%          | 36%        | 36%        | 0,0%        | 1,4%        | 2,0%        |
| <b>Mediana</b>        |       | <b>6,8</b>  | <b>7,0</b>  | <b>6,7</b> | <b>1,7</b> | <b>1,6</b> | <b>1,5</b> | <b>14,6</b> | <b>16,3</b> | <b>13,7</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         | 51,3  | 12,2        | 11,3        | 10,5       | 2,2        | 2,1        | 2,0        | 21,6        | 20,1        | 18,3        | 18%          | 19%        | 19%        | 3,6%        | 3,7%        | 3,9%        |
| Daily Mail            | 715,0 | 10,3        | 11,2        | 10,8       | 1,8        | 1,9        | 1,9        | 13,6        | 13,4        | 12,5        | 17%          | 17%        | 18%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Gruppo Editoriale     | 0,8   | 6,1         | 5,1         | 4,4        | 0,5        | 0,5        | 0,4        | 19,4        | 14,5        | 11,6        | 9%           | 9%         | 10%        | 1,8%        | 2,4%        | 4,3%        |
| New York Times        | 14,7  | 11,4        | 11,6        | 11,2       | 1,7        | 1,7        | 1,6        | 28,5        | 26,7        | 26,6        | 15%          | 14%        | 15%        | 1,1%        | 1,1%        | 1,1%        |
| Promotora de Inform   | 3,4   | 7,0         | 6,5         | 6,0        | 1,4        | 1,4        | 1,3        | 6,0         | 4,7         | 4,1         | 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        | 108,3 | 2,3         | 2,6         | 2,5        | 0,5        | 0,5        | 0,6        | 3,0         | 3,2         | 3,2         | 21%          | 21%        | 23%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>        |       | <b>9,3</b>  | <b>8,2</b>  | <b>6,5</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>17,9</b> | <b>14,5</b> | <b>12,6</b> | <b>16%</b>   | <b>16%</b> | <b>16%</b> | <b>0,5%</b> | <b>1,4%</b> | <b>1,7%</b> |
| <b>TV</b>             |       |             |             |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Atresmedia Corp       | 10,8  | 12,8        | 11,4        | 10,3       | 2,5        | 2,4        | 2,3        | 17,6        | 15,1        | 13,5        | 20%          | 21%        | 23%        | 4,7%        | 5,4%        | 6,3%        |
| Gestevisión Telecinco | 11,9  | 15,9        | 14,1        | 12,9       | 3,9        | 3,7        | 3,6        | 22,2        | 19,2        | 17,5        | 24%          | 27%        | 28%        | 4,5%        | 4,8%        | 5,3%        |
| 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      | 20,5  | 8,8         | 7,5         | 7,1        | 1,9        | 1,8        | 1,7        | 21,7        | 18,3        | 17,2        | 22%          | 24%        | 24%        | 4,2%        | 4,4%        | 4,6%        |
| Mediaset SPA          | 3,6   | 7,4         | 6,4         | 5,9        | 1,6        | 1,6        | 1,6        | -           | 36,3        | 22,3        | 22%          | 24%        | 27%        | 0,8%        | 2,1%        | 3,2%        |
| Modern Times          | 282,1 | 14,1        | 12,1        | 10,8       | 1,2        | 1,2        | 1,1        | 21,6        | 18,0        | 16,0        | 9%           | 10%        | 10%        | 4,1%        | 4,4%        | 4,5%        |
| Prosieben             | 39,0  | 10,9        | 10,1        | 9,4        | 2,9        | 2,6        | 2,4        | 16,2        | 15,5        | 14,1        | 27%          | 26%        | 26%        | 5,0%        | 5,2%        | 5,7%        |
| RTL Group             | 74,1  | 9,0         | 8,9         | 8,6        | 2,0        | 2,0        | 1,9        | 15,3        | 14,8        | 14,3        | 23%          | 22%        | 22%        | 5,4%        | 5,6%        | 5,4%        |
| TF1-TV Francaise      | 10,5  | 6,7         | 6,1         | 6,4        | 0,9        | 0,9        | 0,9        | 29,1        | 17,5        | 19,8        | 14%          | 15%        | 14%        | 3,2%        | 3,6%        | 3,6%        |
| <b>Mediana</b>        |       | <b>10,5</b> | <b>10,1</b> | <b>9,4</b> | <b>2,0</b> | <b>2,0</b> | <b>1,9</b> | <b>19,6</b> | <b>17,5</b> | <b>16,0</b> | <b>22%</b>   | <b>24%</b> | <b>24%</b> | <b>4,2%</b> | <b>4,4%</b> | <b>4,6%</b> |
| <b>PAY TV</b>         |       |             |             |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Sky PLC               | 979,5 | 10,0        | 10,5        | 9,5        | 1,9        | 1,7        | 1,6        | 15,6        | 17,0        | 14,6        | 19%          | 16%        | 17%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Cogeco                | 76,7  | 6,9         | 6,8         | 6,7        | 3,1        | 3,1        | 3,0        | 14,9        | 13,4        | 12,9        | 45%          | 45%        | 45%        | 2,0%        | 2,2%        | 2,4%        |
| Comcast               | 38,2  | 9,1         | 8,7         | 8,2        | 3,0        | 2,9        | 2,7        | 21,9        | 20,3        | 17,6        | 33%          | 33%        | 33%        | 1,4%        | 1,6%        | 1,8%        |
| Dish Network          | 59,6  | 12,5        | 12,6        | 12,8       | 2,6        | 2,6        | 2,7        | 19,9        | 21,6        | 21,9        | 21%          | 21%        | 21%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Liberty Global        | 34,5  | 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   | 21,1  | 7,3         | 7,3         | 7,0        | 3,2        | 3,0        | 2,9        | 19,2        | 21,3        | 20,6        | 44%          | 41%        | 41%        | 7,6%        | 9,4%        | 7,2%        |
| <b>Mediana</b>        |       | <b>9,4</b>  | <b>9,6</b>  | <b>8,9</b> | <b>3,1</b> | <b>2,9</b> | <b>2,8</b> | <b>19,2</b> | <b>20,3</b> | <b>19,1</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 (2017-04-21)

|                           | 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*                       | 36,5  | 8,3         | 8,0        | 7,6        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 9,4         | 8,9         | 8,2         | 2%           | 2%         | 1%         | 2,2%        | 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             | 54,9  | 7,3         | 6,6        | 6,2        | 1,0        | 0,9        | 0,8        | 15,1        | 14,5        | 14,1        | 13%          | 14%        | 14%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        |
| Comarch*                  | 229,0 | 10,2        | 9,8        | 9,0        | 1,6        | 1,4        | 1,3        | 25,8        | 23,1        | 19,6        | 16%          | 14%        | 15%        | 0,0%        | 0,7%        | 4,4%        |
| Sygnity*                  | 6,3   | 4,6         | 4,2        | 4,3        | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 7,3         | 6,2         | 31,4        | 6%           | 6%         | 6%         | -           | -           | -           |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>7,8</b>  | <b>6,6</b> | <b>6,9</b> | <b>0,3</b> | <b>0,3</b> | <b>0,5</b> | <b>9,4</b>  | <b>8,9</b>  | <b>16,8</b> | <b>10%</b>   | <b>6%</b>  | <b>10%</b> | <b>3,8%</b> | <b>4,2%</b> | <b>4,4%</b> |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b> |       |             |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Atos Origin               | 114,1 | 8,4         | 7,7        | 7,2        | 1,0        | 1,0        | 1,0        | 16,1        | 14,4        | 13,2        | 12%          | 13%        | 13%        | 1,2%        | 1,4%        | 1,6%        |
| CapGemini                 | 87,2  | 9,8         | 9,2        | 8,6        | 1,3        | 1,3        | 1,2        | 16,4        | 14,7        | 13,5        | 13%          | 14%        | 14%        | 1,7%        | 1,9%        | 2,1%        |
| IBM                       | 160,4 | 10,0        | 9,5        | 9,6        | 2,3        | 2,4        | 2,4        | 11,9        | 11,7        | 11,4        | 23%          | 25%        | 25%        | 3,4%        | 3,6%        | 3,8%        |
| Indra Sistemas            | 12,1  | 11,9        | 9,6        | 8,3        | 1,0        | 1,0        | 0,9        | 24,1        | 16,9        | 12,7        | 8%           | 10%        | 11%        | 0,0%        | 0,7%        | 1,6%        |
| Microsoft                 | 66,4  | 13,4        | 12,7       | 11,4       | 5,0        | 4,7        | 4,4        | 24,9        | 22,4        | 20,3        | 37%          | 37%        | 39%        | 2,1%        | 2,3%        | 2,5%        |
| Oracle                    | 44,4  | 10,2        | 10,2       | 9,7        | 4,6        | 4,6        | 4,4        | 16,9        | 16,8        | 15,6        | 45%          | 45%        | 46%        | 1,3%        | 1,4%        | 1,6%        |
| SAP                       | 90,8  | 14,9        | 14,5       | 13,8       | 5,2        | 4,9        | 4,6        | 23,9        | 21,3        | 19,5        | 35%          | 34%        | 33%        | 1,4%        | 1,5%        | 1,7%        |
| TietoEnator               | 25,1  | 9,7         | 9,5        | 9,2        | 1,3        | 1,3        | 1,2        | 16,1        | 15,2        | 14,5        | 13%          | 13%        | 13%        | 5,1%        | 5,4%        | 5,7%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>10,1</b> | <b>9,6</b> | <b>9,4</b> | <b>1,8</b> | <b>1,8</b> | <b>1,8</b> | <b>16,7</b> | <b>16,0</b> | <b>14,0</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 (2017-04-21)

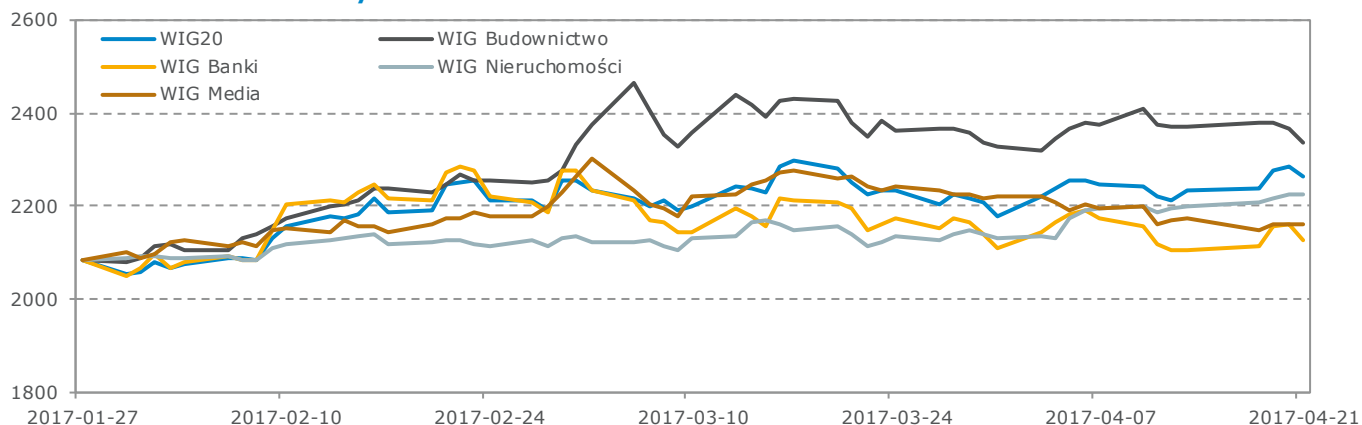
|                           | Cena  | EV/ EBITDA |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |           |           | DY          |             |             |
|---------------------------|-------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-----------|-----------|-------------|-------------|-------------|
|                           |       | 2016       | 2017       | 2018       | 2016       | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        | 2016         | 2017      | 2018      | 2016        | 2017        | 2018        |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>     |       |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |           |           |             |             |             |
| Budimex                   | 256,3 | 7,4        | 8,6        | 10,2       | 0,7        | 0,7        | 0,7        | 16,0        | 16,3        | 18,3        | 10%          | 8%        | 7%        | 3,2%        | 5,8%        | 6,0%        |
| Elektrobudowa             | 127,0 | 6,7        | 6,5        | 6,7        | 0,5        | 0,5        | 0,5        | 10,9        | 12,3        | 13,1        | 8%           | 8%        | 7%        | 3,1%        | 4,7%        | 4,9%        |
| Elektrotim                | 14,0  | 17,8       | 8,8        | 10,4       | 0,5        | 0,5        | 0,5        | -           | 14,7        | 18,1        | 3%           | 6%        | 5%        | 8,9%        | 5,7%        | 5,7%        |
| Erbud                     | 32,3  | 4,8        | 5,5        | 5,3        | 0,2        | 0,2        | 0,2        | -           | 13,0        | 12,7        | 3%           | 3%        | 3%        | 3,7%        | 3,6%        | 3,8%        |
| Herkules                  | 3,8   | 7,2        | 6,1        | 5,6        | 2,0        | 1,9        | 1,8        | 15,5        | 11,2        | 9,6         | 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                   | 16,0  | 8,2        | 8,0        | 6,0        | 0,6        | 0,5        | 0,4        | 15,0        | 13,9        | 9,7         | 7%           | 6%        | 6%        | 2,1%        | 2,5%        | 3,1%        |
| Ulma Construcion          | 85,5  | 5,8        | 5,0        | 4,1        | 2,1        | 1,8        | 1,6        | 34,9        | 21,1        | 14,3        | 36%          | 36%       | 39%       | 0,0%        | 6,3%        | 2,9%        |
| Unibep                    | 13,9  | 11,9       | 7,9        | 8,1        | 0,4        | 0,3        | 0,3        | 15,4        | 11,7        | 12,2        | 3%           | 4%        | 4%        | 1,2%        | 1,4%        | 2,7%        |
| ZUE                       | 11,4  | 17,3       | 17,6       | 6,6        | 0,5        | 0,5        | 0,3        | -           | -           | 12,4        | 3%           | 3%        | 5%        | 2,9%        | 0,0%        | 0,6%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>7,3</b> | <b>7,9</b> | <b>6,3</b> | <b>0,5</b> | <b>0,5</b> | <b>0,4</b> | <b>15,5</b> | <b>13,9</b> | <b>12,6</b> | <b>6%</b>    | <b>6%</b> | <b>6%</b> | <b>3,2%</b> | <b>3,6%</b> | <b>3,5%</b> |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b> |       |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |           |           |             |             |             |
| Acciona                   | 72,8  | 8,4        | 7,9        | 7,5        | 1,7        | 1,6        | 1,5        | 26,9        | 15,9        | 14,1        | 20%          | 20%       | 21%       | 3,5%        | 3,9%        | 4,2%        |
| Astaldi                   | 5,7   | 4,3        | 4,4        | 4,3        | 0,5        | 0,5        | 0,5        | 5,9         | 5,1         | 4,8         | 13%          | 12%       | 12%       | 3,5%        | 4,3%        | 4,7%        |
| Ferrovial                 | 19,0  | 22,0       | 20,5       | 20,1       | 1,9        | 1,7        | 1,8        | 45,0        | 35,6        | 31,6        | 9%           | 8%        | 9%        | 3,9%        | 4,0%        | 4,2%        |
| Hochtief                  | 161,3 | 9,7        | 9,0        | 8,5        | 0,5        | 0,5        | 0,4        | 29,8        | 25,6        | 23,5        | 5%           | 5%        | 5%        | 1,4%        | 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                       | 225,9 | 11,0       | 8,9        | 8,5        | 0,5        | 0,4        | 0,4        | 21,4        | 16,0        | 15,0        | 4%           | 5%        | 5%        | 3,3%        | 4,0%        | 4,3%        |
| Skanska                   | 209,4 | 8,8        | 9,6        | 9,6        | 0,5        | 0,5        | 0,5        | 14,2        | 15,5        | 16,5        | 6%           | 5%        | 5%        | 3,8%        | 4,1%        | 4,1%        |
| Strabag                   | 36,2  | 4,5        | 4,5        | 4,4        | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 15,1        | 14,9        | 13,7        | 7%           | 6%        | 7%        | 2,6%        | 2,8%        | 3,2%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>8,6</b> | <b>8,4</b> | <b>8,0</b> | <b>0,5</b> | <b>0,5</b> | <b>0,5</b> | <b>18,2</b> | <b>15,7</b> | <b>14,5</b> | <b>8%</b>    | <b>7%</b> | <b>8%</b> | <b>3,4%</b> | <b>4,0%</b> | <b>4,2%</b> |

## Wycena spółek deweloperskich (2017-04-21)

|                           | 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           | 0,8   | -           | -           | 7,4         | 0,4        | 0,4        | 0,3        | -           | -           | 9,4         | 1%           | 11%        | 17%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Dom Development           | 70,8  | 10,5        | 8,2         | 8,0         | 1,9        | 1,8        | 1,8        | 14,0        | 10,6        | 10,4        | 14%          | 17%        | 17%        | 4,6%        | 7,1%        | 9,4%        |
| Echo Investment           | 5,8   | 5,4         | 12,4        | 10,5        | 1,5        | 1,4        | 1,3        | 6,1         | 10,6        | 8,5         | 121%         | 68%        | 54%        | 104%        | 3%          | 4,7%        |
| GTC                       | 9,1   | 11,0        | 10,4        | 14,5        | 1,2        | 1,1        | 1,0        | 6,2         | 8,0         | 11,6        | 129%         | 122%       | 79%        | 0,0%        | 0,2%        | 0,1%        |
| J.W. Construction         | 5,0   | 13,1        | 7,9         | 5,6         | 0,7        | 0,6        | 0,6        | 17,6        | 7,4         | 5,5         | 11%          | 19%        | 18%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| PA Nova                   | 25,6  | 13,0        | 11,5        | 12,3        | 0,8        | 0,8        | 0,8        | 9,5         | 8,9         | 10,0        | 27%          | 30%        | 27%        | 2,9%        | 2,9%        | 5,9%        |
| Polnord                   | 8,5   | -           | 25,5        | 20,2        | 0,4        | 0,4        | 0,4        | -           | 9,9         | 9,7         | -            | 7%         | 9%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Robyg                     | 3,4   | 10,6        | 12,0        | 6,9         | 1,6        | 1,6        | 1,4        | 8,2         | 11,1        | 6,8         | 24%          | 23%        | 24%        | 5,9%        | 7,9%        | 7,4%        |
| Ronson                    | 1,7   | 5,1         | 20,2        | 8,9         | 0,8        | 0,8        | 0,8        | 4,3         | 20,0        | 7,5         | 18%          | 9%         | 16%        | 4,8%        | 11,3%       | 6,0%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>10,6</b> | <b>11,7</b> | <b>8,9</b>  | <b>0,8</b> | <b>0,8</b> | <b>0,8</b> | <b>8,2</b>  | <b>10,3</b> | <b>9,4</b>  | <b>21%</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   | 15,0        | 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     | 20,0  | 21,4        | 19,6        | 18,1        | 0,9        | 0,8        | 0,8        | 22,5        | 19,2        | 17,0        | 91%          | 71%        | 78%        | 2,9%        | 3,5%        | 3,9%        |
| Deutsche Euroshop AG      | 38,3  | 20,8        | 19,8        | 19,3        | 1,1        | 1,0        | 1,0        | 13,0        | 14,7        | 14,1        | 88%          | 89%        | 89%        | 3,7%        | 3,8%        | 3,9%        |
| Immofinanz AG             | 1,9   | 47,0        | 28,2        | 24,4        | 0,6        | 0,7        | 0,7        | -           | 43,3        | 16,9        | 45%          | 53%        | 59%        | 3,2%        | 3,2%        | 3,8%        |
| Klepierre                 | 34,6  | 22,9        | 21,8        | 21,0        | 1,0        | 1,0        | 0,9        | 15,2        | 14,8        | 13,9        | 80%          | 83%        | 84%        | 5,2%        | 5,5%        | 5,8%        |
| Segro                     | 483,1 | 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        | 219,7 | 25,5        | 25,0        | 24,1        | 1,2        | 1,1        | 1,1        | 19,5        | 18,6        | 17,5        | 88%          | 87%        | 86%        | 4,6%        | 4,9%        | 5,2%        |
| <b>Mediana</b>            |       | <b>22,9</b> | <b>21,8</b> | <b>21,0</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b> | <b>0,9</b> | <b>17,4</b> | <b>18,6</b> | <b>16,9</b> | <b>80%</b>   | <b>76%</b> | <b>79%</b> | <b>3,7%</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

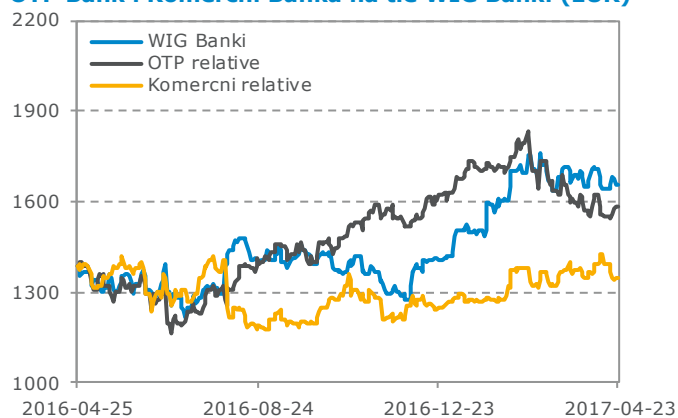
### Notowania indeksów sektorowych na tle WIG



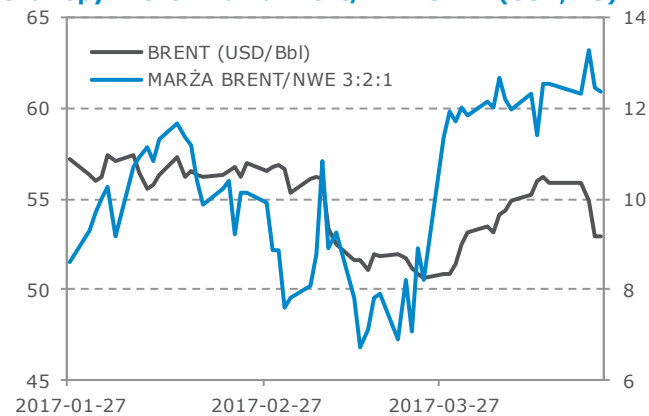
### WIG IT na tle MSCI Europe Software & Services (USD)



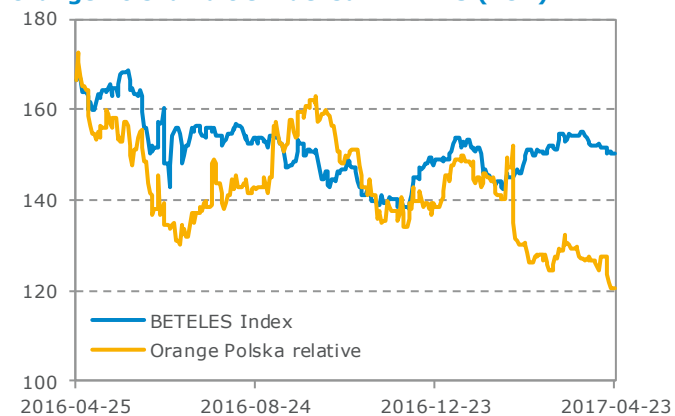
### OTP Bank i Komercni Banka na tle WIG Banki (EUR)



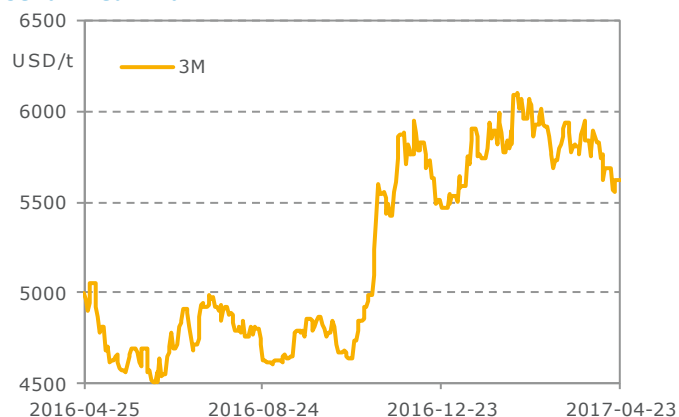
### Cena ropy Brent i marża Brent/NWE 3:2:1 (USD; PS)



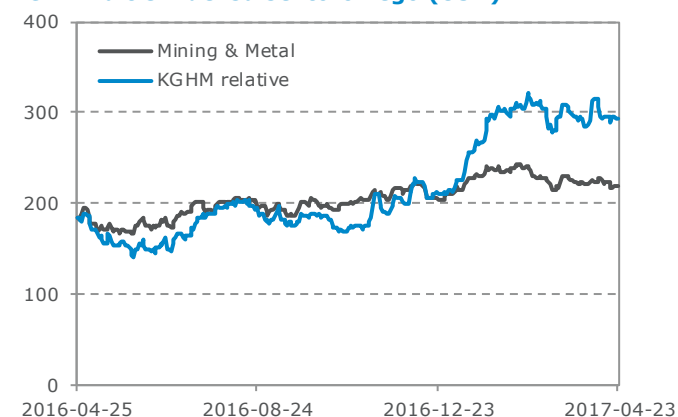
### Orange Polska na tle indeksu BETELES (EUR)



### Cena miedzi na LME



### KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)



Źródło: Bloomberg

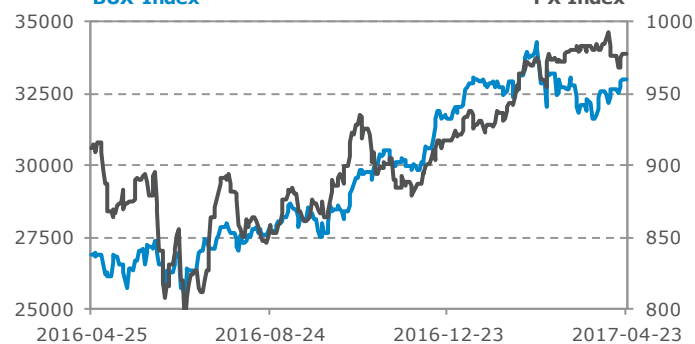
## Przegląd rynków zagranicznych

| Indeks    | Sesja z dnia | Otwarcie  | Maksimum  | Minimum   | Zamknięcie | Zmiana % |
|-----------|--------------|-----------|-----------|-----------|------------|----------|
| DJIA      | 2017-04-21   | 20 578,10 | 20 601,40 | 20 505,33 | 20 547,76  | -0,15%   |
| S&P 500   | 2017-04-21   | 2 354,74  | 2 356,18  | 2 344,51  | 2 348,69   | -0,30%   |
| NASDAQ    | 2017-04-21   | 5 919,02  | 5 919,23  | 5 899,43  | 5 910,52   | -0,11%   |
| DAX       | 2017-04-21   | 12 032,78 | 12 091,33 | 12 009,12 | 12 048,57  | +0,18%   |
| CAC 40    | 2017-04-21   | 5 063,36  | 5 081,61  | 5 029,06  | 5 059,20   | -0,37%   |
| FTSE 100  | 2017-04-21   | 7 118,54  | 7 134,53  | 7 104,22  | 7 114,55   | -0,06%   |
| WIG20     | 2017-04-21   | 2 287,86  | 2 300,71  | 2 259,11  | 2 264,07   | -0,95%   |
| BUX       | 2017-04-21   | 32 955,17 | 33 109,82 | 32 829,49 | 32 969,44  | +0,04%   |
| PX        | 2017-04-21   | 975,14    | 980,49    | 974,92    | 977,87     | +0,27%   |
| RTS       | 2017-04-21   | 1 471,17  | 1 484,08  | 1 462,13  | 1 470,77   | +0,19%   |
| SOFIX     | 2017-04-21   | 653,62    | 657,97    | 653,57    | 657,97     | +0,67%   |
| BET       | 2017-04-21   | 8 209,66  | 8 243,89  | 8 194,52  | 8 232,84   | +0,28%   |
| XU100     | 2017-04-21   | 92 651,70 | 92 909,30 | 92 326,50 | 92 423,93  | +0,42%   |
| BETELES   | 2017-04-21   | 150,90    | 150,95    | 150,03    | 150,22     | -0,36%   |
| NIKKEI    | 2017-04-21   | 18 591,82 | 18 648,28 | 18 542,42 | 18 620,75  | +1,03%   |
| SHCOMP    | 2017-04-21   | 3 170,29  | 3 180,79  | 3 158,63  | 3 173,15   | +0,03%   |
| Miedź     | 2017-04-21   | 5 643,00  | 5 686,50  | 5 598,50  | 5 623,00   | +0,00%   |
| Ropa      | 2017-04-21   | 52,13     | 52,42     | 50,80     | 51,15      | -1,56%   |
| USD/PLN   | 2017-04-21   | 3,9805    | 4,0038    | 3,9730    | 3,9756     | -0,12%   |
| EUR/PLN   | 2017-04-21   | 4,2660    | 4,2837    | 4,2586    | 4,2634     | -0,06%   |
| EUR/USD   | 2017-04-21   | 1,0717    | 1,0738    | 1,0682    | 1,0728     | +0,10%   |
| USBonds10 | 2017-04-21   | 2,2391    | 2,2480    | 2,2071    | 2,2480     | 0,0160   |
| GRBonds10 | 2017-04-21   | 0,2380    | 0,2540    | 0,2270    | 0,2530     | 0,0090   |
| PLBonds10 | 2017-04-21   | 3,4310    | 3,4380    | 3,4050    | 3,4180     | 0,0140   |

WIG20 Index



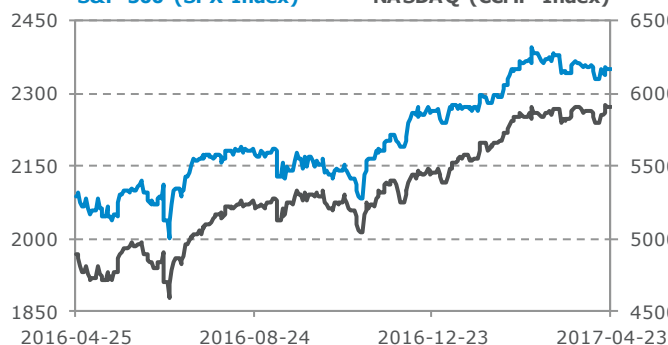
BUX Index



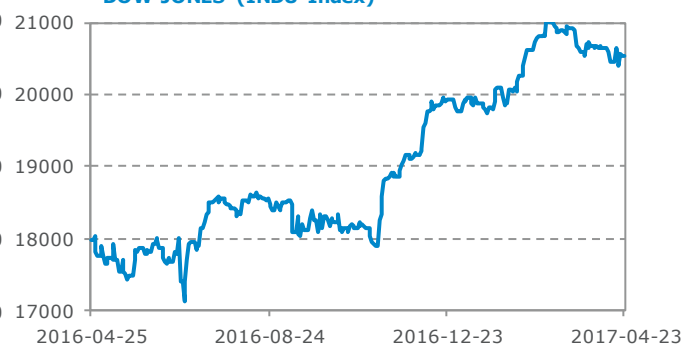
PX Index



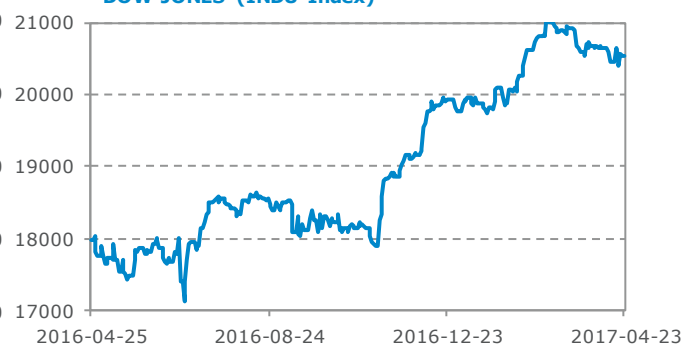
S&amp;P 500 (SPX Index)



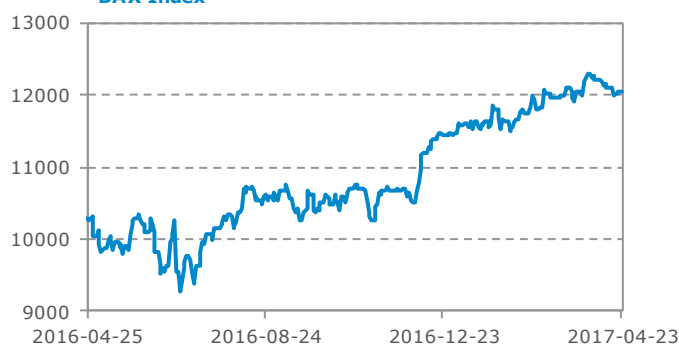
NASDAQ (CCMP Index)



DOW JONES (INDU Index)



DAX Index

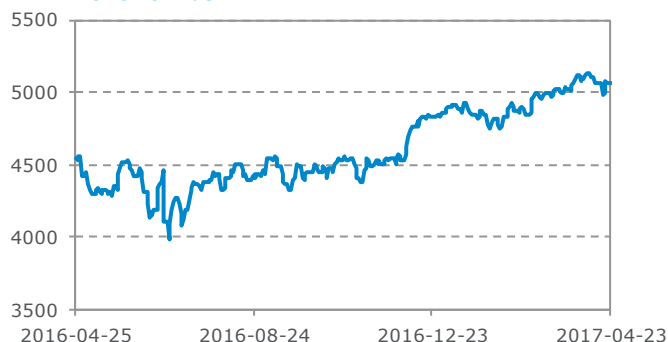


FTSE 100 (UKX Index)

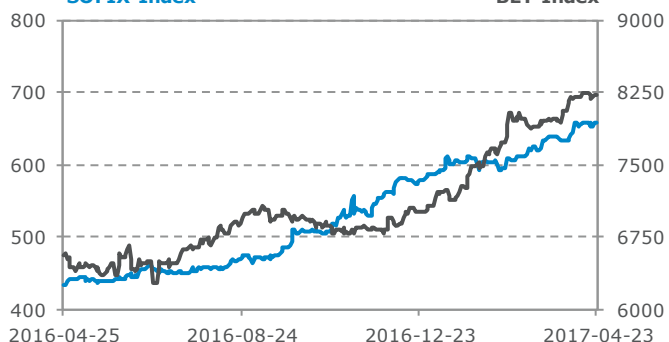


Źródło: Bloomberg

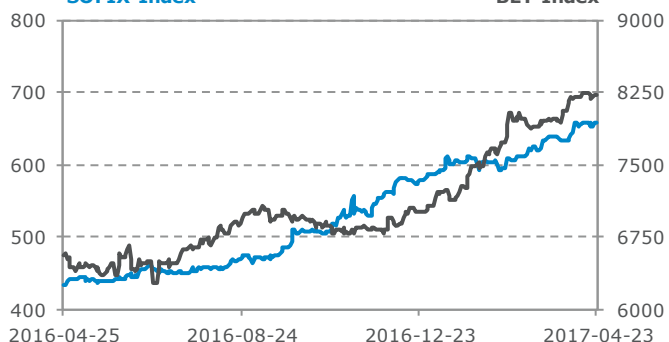
CAC 40 Index



SOFIX Index



BET Index



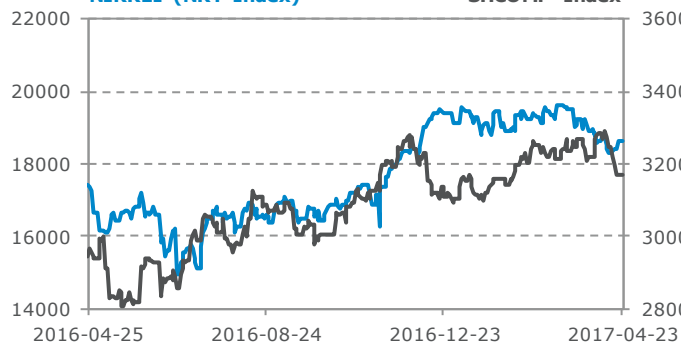
RTS (CRTX Index)



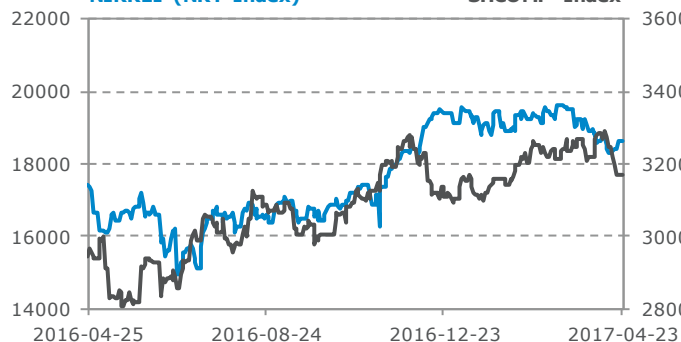
XU100 Index



NIKKEI (NKY Index)



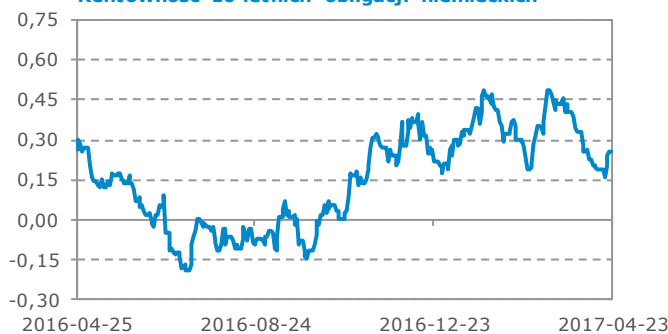
SHCOMP Index



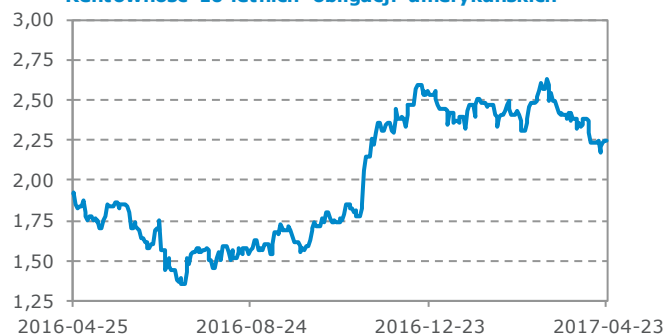
Rentowność 10-letnich obligacji polskich



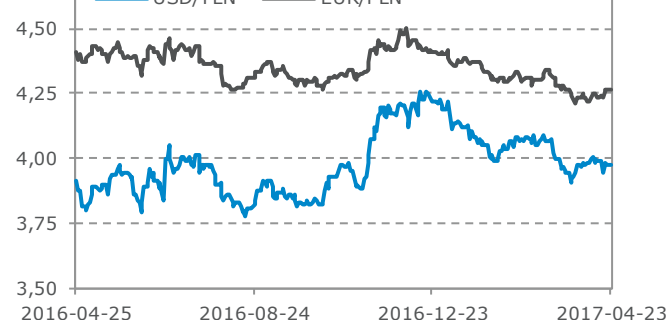
Rentowność 10-letnich obligacji niemieckich



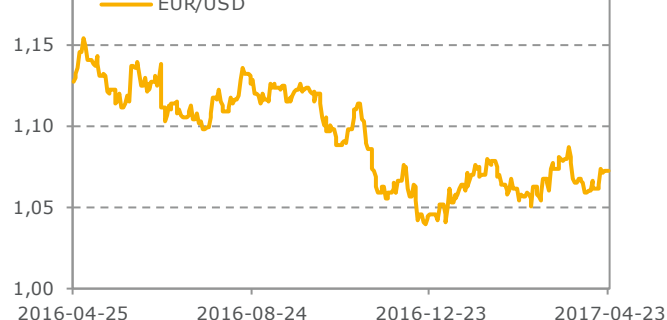
Rentowność 10-letnich obligacji amerykańskich



USD/PLN EUR/PLN



EUR/USD



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**PRZEWAGA (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**NIEDOWAGAŻENIE (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 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 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, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyng, 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.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@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)