

poniedziałek, 8 maja 2017 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: Maj 2017

Rynek akcji, makroekonomia

Finanse

W maju widzimy rosnące ryzyko związane z ogłoszeniem finalnej ustawy spreadowej, która może kosztować sektor aż 9 mld PLN. Uważamy, że ta kwota nie jest uwzględniona przez konsensus oraz nie zamyka roszczeń kredytobiorców CHF. Preferujemy banki zagraniczne (Erste Bank oraz OTP) wspierane przez otoczenie makroekonomiczne (rosnące PKB i CPI) i operacyjne (spadające obciążenia podatkowe) oraz banki bez ekspozycji na CHF, takie jak Alior Bank. Finalnie oczekujemy bardzo dobrych wyników w PZU oraz Skarbcu, co powinno przełożyć się na pozytywny sentyment do tych spółek.

Paliwa, chemia

Mocne marże rafineryjne i wyniki za 1Q wywindowały notowania rafinerii na kolejne szczyty. Wyceny nie pozostawiają marginesu bezpieczeństwa na potencjalne negatywne zaskoczenia w otoczeniu makro. Tymczasem rentowność przerobu zaczęła już mocno słabnąć z uwagi na odczyty z rynku benzynowego w USA, a dodatkowo obniżył się dyferencjał i spadł kurs USD/PLN. Nadal preferujemy akcje PGN vs. rafinerie. W 1Q'17 w sektorze chemicznym spodziewamy się spadku r/r raportowanych rezultatów w Grupie Azoty i Ciech. W przypadku Ciech oczekujemy, że będzie to pierwszy spadek od kilku kwartałów (możliwa negatywna reakcja). W maju Grupa Azoty przedstawi prawdopodobnie aktualizację strategii, która naszym zdaniem zrewiduje w górę wartość wydatków inwestycyjnych w najbliższych latach. Po bardzo dobrych wynikach Synthos za 1Q'17 otoczenie dla spółki znacząco się pogorszyło na kolejne kwartały.

Energetyka

Sentyment do sektora utilities w Europie przy rosnących rentownościach obligacji niemieckich i spadku cen energii był w ostatnich tygodniach dość słaby. W polskim sektorze wsparciem były raportowane dobre wyniki za 1Q i perspektywa podwyżek cen węgla ze śląskich kopalni. Taki scenariusz dla surowca premiuje PGE.

Telekomunikacja, media, IT

W maju potencjał do wzrostów widzimy w spółkach z grupy Asseco – ASE i ABS, z kolei spodziewamy się spadków notowań spółki matki Asseco Poland ze względu na słabe wyniki za 1Q'17. Widzimy potencjał do wzrostów w Orange Polska ze względu na redukcję kosztów, której rynek nie zakłada. Pozytywne podejście mamy do Comarchu, Atende i Agory.

Przemysł i metale

W 1Q'17 oczekujemy, że większość spółek przemysłowych poprawi r/r rezultaty (52%), a jedynie 24% je pogorszy r/r. Dobrych wyników oczekujemy w spółkach: Apator, Boryszew, Elemental Holding, Impexmetal, Orzeł Biały, Pfleiderer Group oraz Uniwheels. Słabych natomiast w spółkach: Amica, Forte, Kernel i Vistal.

Budownictwo

Uważamy, że rynek zdyskontował ostatnie pozytywne informacje z Budimeksu, stąd obniżamy naszą rekomendację do trzymaj. Wracamy do rekomendowania kupna Elektrobudowy po zaskakująco słabym zachowaniu kursu w kwietniu. Obserwowana presja na ceny surowców zmniejsza ryzyko spadku marż sektora.

Deweloperzy

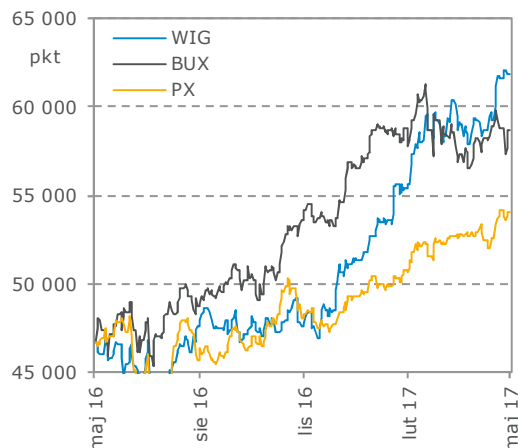
Sektor deweloperski pozostaje jednym z najbardziej niedowartościowanych na GPW, a dane REAS tylko potwierdziły rewelacyjną koniunkturę na rynku mieszkaniowym. Spadek kursu Echo w reakcji na zainicjowaną przez Zarząd politykę dywidendową, jest według nas okazją do kupna.

Handel

Naszym zdaniem słabe wyniki w 1Q'17 pokażą EUR (efekt bazy wywołany Wielkanocą), EAT (negatywny wpływ biznesu niemieckiego na wynik) oraz TXM (niska sprzedaż w 1Q'17). Uważamy, że perspektywa dalszej poprawy rezultatów JMT jest już zdyskontowana przez rynek i obniżamy rekomendację do trzymaj.

WIG 61 831
Średnie P/E 2017 14,3
Średnie P/E 2018 12,6
Średni dzienny obrót (3M)..... 1 072 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
Budimex	trzymaj	▼
BZ WBK	trzymaj	▲
Elektrobudowa	kupuj	▲
Jeronimo Martins	trzymaj	▼
Kruk	sprzedaj	▼
Millennium	sprzedaj	▼

Departament Analiz:

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

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@mbank.pl

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl

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

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Makroekonomia	8
3. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	10
4. Statystyki rekomendacji	11
5. Finanse	12
5.1. Alior Bank	12
5.2. BZ WBK	12
5.3. Getin Noble Bank	13
5.4. Handlowy	13
5.5. ING BSK	14
5.6. Millennium	14
5.7. Pekao	15
5.8. PKO BP	15
5.9. Komerční Banka	16
5.10. Erste Bank	16
5.11. OTP Bank	17
5.12. PZU	17
5.13. Kruk	18
5.14. Prime Car Management	18
5.15. Skarbiec Holding	19
6. Paliwa, chemia	20
6.1. Ciech	20
6.2. Grupa Azoty	20
6.3. Lotos	21
6.4. MOL	21
6.5. PGNiG	22
6.6. PKN Orlen	22
6.7. Polwax	23
6.8. Synthos	23
7. Energetyka	24
7.1. CEZ	24
7.2. Enea	24
7.3. Energa	25
7.4. PGE	25
7.5. Tauron	26
8. Telekomunikacja, media, IT	27
8.1. Netia	27
8.2. Orange Polska	27
8.3. Agora	28
8.4. Cyfrowy Polsat	28
8.5. Wirtualna Polska	29
8.6. Asseco Poland	29
8.7. CD Projekt	30
8.8. Comarch	30
9. Przemysł i metale	31
9.1. Kernel	31
9.2. Kęty	31
9.3. KGHM	32
9.4. Stelmet	32
9.5. Uniwheels	33
9. Budownictwo	34
10.1. Budimex	34
10.2. Elektrobudowa	34
10.3. Erbud	35
10.4. Unibep	35
10. Deweloperzy	36
11.1. Atal	36
11.2. Capital Park	36
11.3. Dom Development	37
11.4. Echo Investment	37
11.5. GTC	38
11.6. Robyg	38
12. Handel	39
12.1. AmRest	39
12.2. CCC	39
12.3. Eurocash	40
12.4. Jeronimo Martins	40
12.5. LPP	41
12.6. TXM	41
13. Inne	42
13.1. PBKM	42

Rynek akcji

Wynik pierwszej tury wyborów prezydenckich we Francji i późniejsze sondaże wskazujące na wysokie prawdopodobieństwo zwycięstwa Emmanuel Macrona w drugiej turze były sygnałem dla inwestorów do kupna akcji. Przed nami okres mniejszego wpływu wydarzeń politycznych na rynki – naszym zdaniem czerwcowe wybory parlamentarne w Wielkiej Brytanii i Francji, ze względu na większą przewidywalność, nie będą już tak elektryzować inwestorów. Również „zakłady” dotyczące polityki głównych banków centralnych nie będą istotnie wpływać na rynki (prawie w całości wyceniona czerwcową podwyżka FED, brak działań ECB). Trwa okres publikacji wyników za 1Q, które zarówno w USA, jak i w Europie powinny prowadzić do podwyższania tegorocznych prognoz. Dodatkowym efektem będą rosnące oczekiwania wyższych dywidend/skupów akcji własnych. Po silnych wzrostach cen z ostatnich tygodni, impuls wynikowy może być jednak zbyt słaby, żeby wynieść indeksy na nowe maksima. Oczekujemy raczej wejścia rynków w okres płaskiej korekty. W Polsce momentum makro nadal poprawia się i już w 1Q realny wzrost PKB powinien przekroczyć barierę 4% r/r. Otoczenie dla rynku akcji pozostaje pozytywne, a ewentualne korekty należy wykorzystywać do kupna akcji. W najbliższych tygodniach (do wakacji) czynnikiem, który może negatywnie wpływać na ceny akcji na GPW będzie duża podaż akcji na rynku wtórnym i pierwotnym.

Stabilizacja inflacji, FED i ECB bez przełomu, rośnie nadpłynność przedsiębiorstw

Zgodnie z oczekiwaniami rynku, po serii słabszych danych makro (w tym wzrost PKB na poziomie zaledwie 0,7%), FED nie zmienił stóp procentowych. Z komunikatu po posiedzeniu FOMC wynika, że bank centralny ocenia słabsze dane jako przejściowe i spodziewa się powrotu gospodarki do szybszego wzrostu przy ustabilizowaniu się inflacji na poziomie 2%. Inwestorzy spodziewają się podwyżki stóp na czerwcowym posiedzeniu (rynek wycenia prawdopodobieństwo na ponad 90%). Wsparciem dla rynku akcji był również przekaz z posiedzenia ECB. Prezes Draghi podkreślił, że gospodarka europejska rozwija się w coraz szybszym tempie, a jednocześnie nie nasilają się procesy inflacyjne (inflacja i inflacja bazowa nadal pozostają w celu pomimo ożywienia i utrzymywania silnie akomodacyjnej polityki monetarnej). Oznacza to, że wbrew obawom inwestorów jeszcze sprzed kilku miesięcy niskie stopy procentowe w strefie euro pozostaną na dłużej.

Jedną z konsekwencji niskich stóp procentowych i nadal ograniczonego wzrostu inwestycji jest wykorzystywanie wolnych środków (lub zadłużanie się w tym celu) do skupu akcji własnych lub wypłaty dywidend. W ostatnich latach był to ważny element popytu na akcje w USA. W 2017 roku zjawisko to nasila się również w Europie (głównie poprzez dywidendy), gdzie poziom zadłużenia spółek jest znacząco niższy niż w USA (dług netto / kapitały własne dla Stoxx600 poniżej 40%, dla S&P500 powyżej 50%). Analitycy Commerzbanku szacują, że w 2017 roku jeszcze 26 spółek z DAX podwyższy poziom wypłacanych dywidend a łączna kwota jaką wypłaca niemieckie spółki wzrośnie w br. o 10% r/r. Będzie to dalej wspierać notowania europejskich akcji, tym bardziej, że na wskaźnikach wyceny (P/E, P/BV) europejskie akcje są nadal tańsze od amerykańskich.

Rok 2017: Euroentuzjaści-Eurosceptycy 2:0

Po przegranych przez partię eurosceptyków wyborach parlamentarnych w Holandii (marzec), również wybory prezydenckie we Francji kończą się „happy endem” (dwie trzecie poparcia w drugiej turze dla Emmanuela Macrona). Tym samym jeden z głównych czynników ryzyka na 2017 rok (zwycięstwo wyborcze partii dążących do rozpadu UE) nie zmaterializowało się. Wprawdzie przed nami nadal wybory parlamentarne we Francji (czerwiec), Niemczech (wrzesień) i Włoszech (prawdopodobnie jesień), jednak: 1) przewaga uzyskana przez Macrona w wyborach prezydenckich oznacza duże prawdopodobieństwo, że Front Narodowy Le Pen będzie w przyszłym parlamencie partią mniejszościową z ok. 22-24% udziałem, 2) sondaże nie dają szans w niemieckich wyborach partiom eurosceptyków (walka rozegra się pomiędzy SPD (tj. byłym szefem Parlamentu Europejskiego Martinem Schulzem) a CDU (z Angelą Merkel) – obecnie sondaże wskazują na 10 p.p. przewagę CDU); 3) sondaże wskazują na wysokie (ponad 30%) poparcie dla eurosceptycznego Ruchu Pięciu Gwiazd (M5S), przy czym pod koniec kwietnia do polityki i przywództwa w Partii Demokratycznej (PD) powrócił Matteo Renzi. Wypowiedzi Macrona i Merkel po wyborach francuskich wskazują, że oba kraje stworzą silny sojusz, do którego docelowo zapewne będą chciały wciągnąć również Włochy Renziego (choćaby poprzez mniejszy nacisk na zacieśnianie budżetowe). Poparcie Merkel i Macrona będzie wspierać Renziego w walce o wygranie wyborów parlamentarnych (na razie ok. 5 p.p. przewagi M5S nad PD).

Jest to pozytywny scenariusz dla rynków finansowych. Sama wygrana Macrona była już dyskontowana przez inwestorów po pierwszej turze wyborów, po której sondaże wskazywały na wysoką przewagę nad Le Pen w drugiej turze. W czerwcu odbędą się jeszcze przedterminowe wybory parlamentarne w Wielkiej Brytanii, jednak ich wpływ na rynki będzie mniej znaczący ze względu na małe prawdopodobieństwo jakiegokolwiek zwrotu w scenariuszu obecnie dyskontowanym przez rynki.

Powstanie sojuszu Niemcy-Francja może osłabiać pozycję /rolę Polski w UE. Pierwszy sprawdzian dotyczący nowego układu sił będzie wiązał się z przedwyborczą zapowiedzią Macrona o braku tolerancji, a w efekcie wprowadzeniu sankcji na Polskę (w ciągu trzech miesięcy od wygrania wyborów) za „naruszenie wszystkich zasad Unii”. Zwycięstwo sił pro-unijnych oznacza utrzymanie Unii jako całości, będzie jednak prowadzić do jej przeobrażenia. Najgorszym scenariuszem jest budowanie w oparciu o państwa tworzące trzon „starej Unii” – Europy „dwóch prędkości”. Polską dyplomację w najbliższych miesiącach czeka trudne wyzwanie, a ewentualna porażka będzie miała istotne konsekwencje dla kursu PLN i giełdy.

Emerging Markets odrabiają straty 2016 roku

Słabsze dane makro i opóźniająca się reforma podatków (Trump zaprezentował jedynie mglisty zarys reformy, który rozczarował; rynki przyjęły, że szczegóły mogą pojawić się dopiero w 2018) osłabiały USD. Beneficjentem tego, a także ogólnosiłkowego ożywienia gospodarczego, były rynki wschodzące, które w ostatnich miesiącach są wyraźnie skorelowane z trendem wzrostowym na rynkach rozwiniętych. Tu wyraźnie lepiej zachowują się indeksy i waluty krajów, których gospodarki nie są uzależnione od eksportu taniejącej w ostatnich tygodniach ropy naftowej (kraje azjatyckie, CEE).

Wzrost gospodarczy w Polsce przyspiesza

Marcowe dane makro rysują pozytywny obraz polskiej gospodarki (nawet po uwzględnieniu wyższej liczby dni r/r): 11,1% wzrost produkcji przemysłowej, 17,2% produkcji budowlano-montażowej, 9,7% wzrost sprzedaży detalicznej (wszystkie dane r/r), spadek stopy bezrobocia do 8,1% (nasi makroekonomiści oczekują w kwietniu spadku do 7,6%), ponad 5% wzrost przeciętnego wynagrodzenia. W efekcie należy oczekiwać, że pomimo nadal słabego wzrostu poziomu inwestycji (+3,5% r/r) już w 1Q tempo realnego wzrostu PKB przekroczy 4% (prognoza mBanku to 4,2%), a to z kolei może być sygnałem dla RPP do zmiany nastawienia Rady na bardziej jastrzębie.

Jak wskazują badania koniunktury GUS i NBP, w przemyśle pojawiło się wąskie gardło w postaci niewystarczających mocy produkcyjnych poddostawców, którzy nie są w stanie zaspokoić szybko rosnącego popytu producentów dóbr finalnych. To powinno prowadzić do dalszego zwiększania zatrudnienia i wyższych inwestycji. W krótkim okresie poddostawcy powinni być w stanie podwyższyć ceny swojej produkcji, co będzie pozytywnie wpływało na poziom generowanych marż. Wśród spółek, które powinny być beneficjentem tego zjawiska widzimy m.in.: Amica, Ergis, Forte, Grupa Kęty, Pfleiderer Group, Stelmet, Tarczyński.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory w maju

Finanse

- Uważamy, że wyniki finansowe oraz otoczenie regulacyjne nie będą wspierać sentymentu do polskiego sektora bankowego. Oczekujemy, że w maju poznamy szczegóły ustawy spreadowej, która będzie jednak prawdopodobnie kosztować 9 mld PLN a nie 4 mld PLN, których teraz rynek oczekuje. Dodatkowo wprowadzenie przez Ministerstwo Finansów wagi ryzyka na poziomie 150% dla kredytów FX spowoduje uruchomienie przez PKO BP programu dobrowolnego przewalutowania kredytów po preferencyjnym kursie, co naszym zdaniem dodatkowo osłabi sentyment. W 2Q'17 preferujemy banki bez ekspozycji na CHF oraz PZU.
- Z polskiego sektora bankowego naszym „top-pick” pozostaje Alior Bank. Uważamy, że katalizatorem do dalszego wzrostu może być ogłoszenie przez Zarząd dalszej redukcji kosztów integracji oraz sprzedaż części akcji przez PZU. Nie oczekujemy, żeby PZU sprzedało akcje poniżej 70 PLN/akcję ponieważ wiązałoby się to z odpisem.
- Uważamy, że wyceny oraz środowisko operacyjne i makroekonomiczne są preferencyjne dla zagranicznych banków opisywanych przez nas. Ze względu na potencjał wzrostu preferujemy OTP oraz Erste, a następnie Komerční Banka, chociaż ten ostatni może być znacząco wsparty przez niezapowiedziane podwyżki stóp procentowych w Czechach.
- **Kluczowe rekomendacje:** Erste Bank (kupuj), Alior Bank (kupuj), OTP Bank (akumuluj).

Paliwa

- Bardziej optymistyczne prognozy dotyczące wydobycia w USA i obawy o popyt na surowce ze strony Chin doprowadziły w ostatnich tygodniach do przeceny ropy, mimo perspektywy przedłużenia cięć produkcji przez OPEC na majowym posiedzeniu i systematycznego dochodzenia do zapowiedzianych redukcji przez Rosję (dowodem są plany załadunkowe na maj, które wywołały mocny spadek dyferencjału Ural/Brent do 1,4 USD/Bbl).
- W naszej opinii, przy utrzymaniu limitów wydobycia przez kartel, z miesiąca na miesiąc globalny bilans surowca będzie się poprawiał, co przy słabszym dolarze i normalizacji pozycji spekulacyjnych monitorowanych przez CFTC pozwoli na powrót cen Brent powyżej 50 USD/Bbl i powtórny marsz w kierunku 60 USD/Bbl. Będzie to negatywnie wpływać na koszty zużycia własnych w rafineriach i marżę na HSFO.
- Kompleksowe marże rafinerijne w kwietniu zaskoczyły in plus, ale wynikało to przede wszystkim z kumulacji przestojów remontowych (krótkoterminowo pomagała też przecena na surowcu). Utrzymujące się słabe odczyty konsumpcji na rynku amerykańskim w połączeniu z powrotem podaży paliw na rynki zaowocowało już znacznym osłabieniem rentowności przerobu (szczególnie w przypadku benzyny), mimo rozpoczętego sezonu transportowego.
- W petrochemii obserwujemy już normalizację marż w obszarze aromatów i butadienu, które „wystrzeliły” w notowaniach spotowych w 1Q. Spadki cen ropy wspierały jednak rentowność w przypadku olefin, gdzie taniejąca nafta nie została w pełni przeniesiona na ceny produktów. My w naszych prognozach niezmiennie oczekujemy presji na marżę w 2H'17 wraz z oddawaniem nowych mocy w USA i Chinach.
- **Kluczowe rekomendacje:** PGNiG (kupuj), PKN Orlen (sprzedaj), Lotos (sprzedaj).

Chemia

- Obecnie indeksy MSCI Chemicals dla Europy i świata są nadal wyceniane z premiami do swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA.
- W 1Q'17 w sektorze chemicznym spodziewamy się spadku r/r raportowanych rezultatów w **Grupie Azoty i Ciech**. W przypadku **Ciech** oczekujemy, że będzie to pierwszy spadek od kilku kwartałów (możliwa negatywna reakcja). W **Grupie Azoty** wyniki 1Q'17 znajdują się pod presją **rosnących cen gazu ziemnego** oraz nadzwyczaj **wysokiej bazy** rezultatów z 1Q'16 (szczególnie w segmencie nawozów). W maju **Grupa Azoty** przedstawi prawdopodobnie aktualizację strategii, która naszym zdaniem zaktualizuje w górę wartość wydatków inwestycyjnych w najbliższych latach. Naszym zdaniem może to ciążyć na sentymencie wokół Grupy Azoty w maju.
- **Kluczowe rekomendacje:** Synthos (sprzedaj).

Energetyka

- Ceny energii w Europie ponownie znalazły się pod presją za sprawą taniejącego węgla i niższych cen uprawnień do emisji CO₂. W takim otoczeniu indeks spółek użyteczności publicznej zachowywał się w Europie gorzej od szerokiego rynku, szczególnie że powróciły wzrostowe tendencje na rentownościach obligacji niemieckich i amerykańskich.
- W Polsce kontrakt roczny nie odzwierciedlił w kwietniu benchmarku niemieckiego i ceny wzrosły o 3 PLN/MWh do ponad 162 PLN/MWh, co może stanowić sygnał, iż wytwórcy coraz bardziej liczą się z podwyżkami śląskiego węgla w 2018 roku po przeprowadzonej już fuzji KHW i PGG, która de facto skutkuje powstaniem monopolu.
- Ewentualne katalizatory dla spółek energetycznych mogą pojawić się dopiero w drugim półroczu, kiedy oczekujemy konkretnych w sprawie notyfikacji polskiej propozycji rynku mocy i komunikowania podwyżek cen węgla od nowo powstałego krajowego holdingu węglowego. Oczywiście warunkiem koniecznym jest poprawa na globalnym rynku surowcowym, gdyż pogłębienie ostatnich spadków na ropie i benchmarku ARA może uniemożliwić podniesienie cen w polskich kopalniach nawet mimo presji politycznej.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (akumuluj), Enea (sprzedaj).

Telekomunikacja, Media, IT

- W nadchodzących miesiącach operatorzy P4, Orange Polska i T-Mobile zbudują istotną część pokrycia ludności zasięgiem LTE na 800 MHz. Tym samym Cyfrowemu Polsatowi przybędzie konkurencji na rynku Internetu mobilnego na terenach nisko zurbanizowanych, co może osłabić dynamiki parametrów operacyjnych i stanowi ryzyko dla prognozy wyników w kolejnych latach.
- Nowy prezes UKE Marcin Cichy przedstawił swoją wizję rynku. Cichy podał, że jednym z celów, które sobie stawia w kadencji 2016-2021, jest zahamowanie spadku rynku detalicznego. Jego zdaniem, przyczyną tego jest wciąż niska penetracja usługami szerokopasmowymi, będąca konsekwencją niezadowalającego stanu infrastruktury, na co od lat Polsce zwraca uwagę Komisja Europejska. Prezes Cichy wskazał na inwestycje infrastrukturalne i na zamiar wypełnienia zadań nałożonych przez Narodowy Plan Szerokopasmowy. Prezes chce zmienić nieefektywne wykorzystanie i niewystarczającą optymalizację istniejących sieci. Zapowiedział też, że za jego kadencji UKE zajmie się rozdysponowaniem pasma 700 MHz. W sferze regulacji prezes UKE powinien zajmować się deregulowaniem schyłkowych rynków i odchodzić od

analiz ex-ante. Nie zamierza on zrywać z polityką samoregulacji, zasadzającą się na wypracowywaniu konsensusu przedsiębiorców. Do praktyki teleregulatora wrócą merytoryczne porozumienia, takie jak to z 2009 r. Prezes chciałby także wdrożyć model kształtowania stawek FTR.

- Dwa główne ryzyka, które naszym zdaniem wzbudzały negatywny sentyment do sektora telekomunikacyjnego w ciągu ostatnich miesięcy to: (1) ryzyko nałożenia podatku na spółki telekomunikacyjne na wzór węgierski, tj. od zużycia minut przez klientów oraz od infrastruktury, a także (2) ryzyko kolejnego dużego CAPEXu na częstotliwości 700 MHz, w kontekście super drogiej aukcji 800 MHz. W listopadzie Anna Streżyńska (Minister Cyfryzacji) przyznała, że nie ma obecnie pomysłu wprowadzenia podatku od telekomów. Taki plan był rozpatrywany przed wyborami, jako plusek wskazywano wpływy do budżetu. Jednak minusy opodatkowania miały znaczenie dla całego rynku, a w pierwszym rzędzie dla klientów. Dlatego podjęto decyzję o braku specjalnego podatku. Z kolei częstotliwości z zakresu 700 MHz będą najprawdopodobniej rozdysponowane w 2022 r., chyba że operatorzy wcześniej zgłoszą chęć ich zakupu.
- W takim otoczeniu pod względem atrakcyjności inwestycyjnej preferujemy Orange Polska, gdzie dodatkowo wskazujemy na duży potencjał do redukcji kosztów.
- W sektorze mediowym zwracamy uwagę na Agorę. Spółka przeprowadziła ograniczenie zatrudnienia i reorganizację pracy redakcji oraz zrezygnowała z dziennika *Metrocafe.pl*. Grupa planuje także przegląd innych obszarów działania w celu optymalizacji struktury zatrudnienia. W ten sposób Agora będzie mieć szansę na pozytywny wynik EBITDA segmentu Prasa w okresie 2017-19, kiedy zajdzie transformacja modelu prasy z drukowanego na cyfrowy.
- Ministerstwo Cyfryzacji nie przewiduje wielkich projektów IT, które mogłyby wykonać jedynie kilka dużych firm IT. Chce dać szansę mniejszym firmom. Pieniądze na informatyzację mają być wydawane rozważnie. Minister poinformowała, że obecnie każdy projekt przed akceptacją jest bardzo dokładnie analizowany. Minister stwierdziła, że w poprzedniej unijnej perspektywie budżetowej z lat 2007-13 projekty były wielokrotnie przeszacowane, a efekty ich realizacji są „żałosne”. Dofinansowanie w postaci 4 mld PLN zostało „przepalone”. Plany Ministerstwa Cyfryzacji interpretujemy negatywnie dla dużych firm, tj. dla Asseco Poland, Comarchu i Sygnity, które do tej pory realizowały duże kontrakty, przy czym Comarch jest uwrażliwiony na sektor publiczny nieznacznie (<10% w przychodach), w przeciwieństwie do matki Asseco Poland i Sygnity. Rentowność projektów IT będzie mniejsza, a ich wygranie trudniejsze.
- Z kolei w 1Q'17 liczba ogłoszonych zamówień publicznych w obszarze usług informatycznych, oprogramowania i sprzętu wzrosła o 32 proc. do 405 z 307 w analogicznym okresie 2016 r. Sądymy, że gros przetargów dotyczy niewielkich prac IT dla administracji publicznej. O wielkich przetargach ciągle mało słychać w sektorze. Podkreślamy w tym miejscu nasze pozytywne nastawienie do Atende.
- W IT preferujemy Comarch, Atende, Ailleron oraz z grupy Asseco Poland: Asseco South Eastern Europe i Asseco Business Solutions.
- **Kluczowe rekomendacje:** Orange Polska (kupuj), Agora (akumuluj), Comarch (akumuluj), Asseco Poland (redukuje).

Przemysł i metale

- Obserwowane przez nas spółki są obecnie notowane na wskaźnikach **P/E'17 13,1x** oraz **EV/EBITDA'17 8,3x** (około 17-26% dyskonta do MSCI Industrials dla Europy i świata). Dobre dane odnośnie produkcji przemysłowej za III (+11,1% r/r), dobry odczyt wskaźnika PMI (Polska **53,5 pkt**) oraz oczekiwana poprawa wyników w 1Q'17 powinny pozytywnie przekładać się na wycenę w nadchodzącym miesiącu.
- W 1Q'17 oczekujemy, że większość spółek przemysłowych poprawi r/r rezultaty (**52%**), a jedynie **24%** je pogorszy r/r. Dobrych wyników oczekujemy w spółkach: **Apator, Boryszew, Elemental Holding, Impexmetal, Orzeł Biały, Pfeiderer Group** oraz **Uniwheels**. Słabych natomiast w spółkach: **Amica, Forte, Kernel** i **Vistal**. Oczyszczone o zdarzenia jednorazowe (ujemne niezrealizowane różnice kursowe) wyniki **KGHM** powinny być wyraźnie wyższe r/r, z uwagi na wyraźne wzrosty cen metali oraz słabą wartość PLN do USD.
- Naszym zdaniem **najbardziej atrakcyjnie** wyceniane są: **Alumetal** (Alumetal od początku roku zachowywał się gorzej od szerokiego rynku, gdy wycena poddostawców Automotive w Europie rosła. Spółka może być beneficjentem udanego wezwania na Uniwheels, a dodatkowo sprzyjają **rosnące marże** benchmarkowe), **Apator** (wysoki portfel zamówień oraz brak odpisów w Apator Rector zapewni dynamiczny wzrost wyników w 1-3Q'17. Prawdopodobne, że po IH'17 rynek znacznie spekulować nad podniesieniem całorocznej prognozy wyników zarządu), **Elemental Holding** (około 20% r/r wzrost EBITDA grupy po akwizycji podmiotów z branży recyklingu płytek PCB i katalizatorów; dobre wyniki w 1Q'17), **Ergis** (spółka notowana z około 14-27% dyskontem do innych polskich spółek przemysłowych; popyt na folie mocno skorelowany ze wzrostem gospodarczym), **Pfeiderer Group** (oczekujemy ograniczenia importu taniej płyty drewnopochodnej z rynków wschodnich po umocnieniu RUB do PLN; spółka notowana z około 35-36% dyskontem na wskaźniku EV/EBITDA'17-18, możliwy wzrost DYield w latach 2018-2019), **Stelmet** (uruchomienie nowego zakładu w Grudziądzu przełoży się na wzrost obrotów Grupy i spadek kosztów osobowych), **Tarczyński** (spółka notowana z około 9-27% dyskontem na P/E'17-18 oraz EV/EBITDA'17-18; rozpoczęcie współpracy z siecią Biedronka przełoży się na kolejny dwucyfrowy wzrost obrotów; na początku roku spółce sprzyja pożar w konkurencyjnym zakładzie Olewnik oraz obserwowane ruchy konsolidacyjne), **Uniwheels** (możliwe podniesienie ceny w wezwaniu, brak premii do bieżącego kursu akcji).
- Aktualnie zalecamy **niedoważenie Boryszewa** (spółka notowana jest obecnie z 9-44% premią do grupy porównawczej).
- **Kluczowe rekomendacje:** KGHM, (akumuluj), Stelmet (akumuluj), Uniwheels (akumuluj).

Budownictwo

- W kwietniu liderem wzrostu był **Budimex** (+9% m/m). Uważamy, że rynek zdyskontował bardzo dobre wyniki spółki za 1Q'17. Obecny kurs przewyższa naszą cenę docelową o 16%, a pierwsze w tym roku otwarcia przetargów od GDDKiA nie przyniosły pozytywnych rozstrzygnięć dla spółki, stąd obniżamy rekomendację do trzymaj.
- Najbardziej niedocenione były walory **Elektrobudowy**, pomimo przegłosowania dywidendy w wysokości 10 PLN na akcję (8,3% - najwyższy DYield w sektorze). Spółka jest notowana z ok. 20% dyskontem do sektora na wskaźnikach za 2017 r. Podnosimy rekomendację do kupuj.

- Kwiecień przyniósł delikatną korektę na akcjach **Trakcji, Torpolu** i **ZUE** - widoczny brak nowych otwarć w przetargach oraz perspektywa słabych wyników za 1Q. Uważamy, że spółki wyspecjalizowane w budownictwie kolejowym mają argumenty do dalszego wzrostu - dalsze otwarcia ofert od PKP PLK w kolejnych miesiącach.
- Obserwowana w ostatnich miesiącach **korekta cen surowców** na światowych giełdach może być korzystnym zjawiskiem z punktu widzenia marż sektora, gdyby zjawisko to utrzymało się w kolejnych miesiącach. Kluczowi generalni wykonawcy notowani na GPW posiadają obecnie wysokie backlogi, stąd większym zmartwieniem z ich punktu widzenia jest ryzyko wzrostu cen materiałów niż szybkie pozyskanie nowych zleceń do portfela.
- **Kluczowe rekomendacje:** Elektrobudowa (kupuj), Unibep (akumuluj).

Deweloperzy

- **Wyniki 1Q'17:** Wszystkie znaczące spółki z branży zwiększyły sprzedaż mieszkań w 1Q w ujęciu r/r (średnio o 25%). Owoce tego wzrostu ujrzymy w wynikach przyszłych kwartałów. 1Q'17 będzie natomiast dość przeciętnym okresem pod względem zaraportowanych wyników finansowych deweloperów, co ma związek z niewielką liczbą rozliczonych lokali (przekazania były łącznie o 44% niższe od sprzedaży). Nominalnie wysokich wyników oczekujemy jedynie w **Ronsonie, Atalu** oraz **LC Corp** (po oczyszczeniu o rewaluację), a wśród deweloperów komercyjnych w **GTC**.
- **Rynek mieszkaniowy:** Według REAS deweloperzy na 6 największych rynkach mieszkaniowych w Polsce sprzedali w 1Q'17 18,6 tys. mieszkań (+29% r/r, +3% q/q). Tymczasem oferta mieszkań wyniosła na koniec roku 50,2 tys. lokali, co oznacza spadek o 5% q/q i wzrost o 4% r/r. Dane REAS prezentują idealny scenariusz z punktu widzenia deweloperów - wzrost sprzedaży do rekordowego poziomu przy jednoczesnym spadku oferty mieszkań. Tempo sprzedaży utrzymuje się na najwyższym poziomie od 2008 r.

- Deweloperzy mieszkaniowi są notowani na medianie **P/E'17=8,4x** oraz **P/E'18=7,0x**. Najbardziej atrakcyjnymi spółkami w sektorze są **Lokum, LC Corp, Atal, Robyg, Dom Development, Archicom**.
- **Echo Investment** było w kwietniu najbardziej niedocenianą spółką w sektorze (-7% m/m). Spadek kursu jest według nas okazją do kupna.
- **Kluczowe rekomendacje:** Atal (kupuj), Robyg (kupuj), Echo Investment (kupuj).

Handel

- **Miesięczne dane sprzedażowe:** negatywny wpływ na wyniki sprzedażowe spółek w IV'17 miał efekt niskiej bazy oraz efekt kalendarzowy. Nowa polityka sprzedażowa (maksymalizacja marży) oraz poprawa jakości kolekcji pozwoliły LPP poprawić rentowność sprzedaży o 8p.p. R/R do 59% przy jednoczesnym wzroście sprzedaży porównywalnej. Sprzedaż CCC wzrosła o 11% R/R w IV'17, co efektu wysokiej bazy. Wysoka poprawę sprzedaży opublikował Bytom, gdzie widoczne są pozytywne efekty wprowadzenia nowej strategii cenowej.
- **AmRest** poinformował o zamiarze nabycia restauracji Pizza Hut na rynku rosyjskim wraz z umową masterfranczyzy na Rosję. W ciągu ostatnich miesięcy spółka ogłosiła zamiar przejęcia sześciu podmiotów. W 1Q'17 oczekujemy ograniczenia tempa poprawy wyniku EBITDA R/R ze względu na istotne zmniejszenie wyniku R/R w niemieckiej sieci Starbucks.
- Oczekujemy, że **Eurocash** opublikuje słabe wyniki za 1Q'17 ze względu na problemy w segmencie C&C, efekt kalendarzowy (Święta Wielkanocne) oraz koszty związanych z rozwijaniem nowych projektów. Poprawa powinna być widoczna w segmencie Delikatesy Centrum (poprawa lfl hurtowego). Jednocześnie pozytywnie na wysokość sprzedaży powinna wpłynąć konsolidacja przejętych biznesów (Eko Holding, PDA). Przyspieszenie dynamiki inflacji oraz sprzyjające otoczenie rynkowe powinny wspierać osiągnięte przez spółkę rezultaty w kolejnych kwartałach (zwłaszcza postępujący wzrost cen w segmencie piwa i napojów alkoholowych).
- **Kluczowe rekomendacje:** Eurocash (kupuj), LPP (sprzedaj).

Makroekonomia

Sytuacja gospodarcza według NBP

Najnowsze badania koniunktury NBP wskazują, że realizuje się postulowany przez nas scenariusz makroekonomiczny. W szczególności gospodarka doświadcza obecnie silnego ożywienia, podnoszą się inwestycje, zwiększa zatrudnienie, a presja płacowa nie gaśnie. Podtrzymujemy optymistyczny scenariusz, że dynamika PKB będzie w tym roku w okolicach 4% (jeśli pierwszy kwartał będzie mocniejszy niż myśleliśmy, to celujemy w 4% plus), a inflacja bazowa będzie się rozpędzać. Skłoni to RPP do podwyżek wcześniejszych niż obecnie wyceniane: stawiamy na pierwszą połowę roku, a nie drugą, która obecnie znajduje odzwierciedlenie w wycenach rynkowych.

Raport o koniunkturze jest szczególnie ciekawy w trzech aspektach: inwestycji, wynagrodzeń i cen.

W przypadku inwestycji badania ankietowe NBP wskazują na znaczące ożywienie, które niesione jest przede wszystkim prognozami przedsiębiorstw dużych (najczęściej publicznych) oraz jednostek samorządu terytorialnego. Wskazywaliśmy już na początku roku, że plany tych ostatnich są co najmniej kilkanaście procent wyższe niż w roku ubiegłym. Póki co zdecydowanie mniej eksplozywna jest ścieżka inwestycji pozostałych przedsiębiorstw prywatnych. Jak wskazują jednak autorzy raportu, plany inwestycyjne przedsiębiorstw publicznych są już na tym etapie zbliżone są do lat 2014-2015, kiedy cały agregat inwestycji rósł w dwucyfrowym tempie. Inwestycje prywatne bardzo często są w dużej mierze zależne od inwestycji publicznych i pojawiają się równoległe lub z niewielkim opóźnieniem. Malkontenci będą w tych warunkach wskazywali na wysoką niepewność, która wpływa źle na prywatne plany inwestycyjne (wpływ ten jest asymetryczny i negatywny wraz z podniesieniem niepewności). Naszym zdaniem jednak dynamiczny efekt niepewności jest w tym momencie już zdecydowanie mniejszy niż w 2016 roku. Obecnie niepewność już jest ustabilizowana na wysokich poziomach; wtedy znacząco rosła. Za zwiększeniem prywatnych nakładów inwestycyjnych w średnim terminie przemawia też wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych, znaczące zestarzenie kapitału (związane z istotnym pogorszeniem tempa odnawiania majątku) oraz odwracanie zależności między wydajnością pracy i płacami, a także napięta sytuacja związana z popytą na pracę.

Rynek pracy w raporcie NBP jawi się ewidentnie w jasnych kolorach. Oprócz prognoz wzrostu zatrudnienia widać wyraźnie, że nie odpuszcza presja płacowa. Co prawda prognozy podwyżek płac ustabilizowały się (ale w trendzie wzrostowym!) i na tej kanwie autorzy raportu sprzedają obraz wyhamowania dynamiki wynagrodzeń, to jednak naciski na wzrost płac i wzrost presji płacowej obejmuje obecnie 4 razy więcej przedsiębiorstw niż w 2014 roku i prawie 2x więcej niż w 2016 roku. Procesy na rynku pracy są procesami podlegającymi silnej histerii (być może nie jest to pojęcie używane w kontekście polskiego rynku pracy często, jednak stan jutra zależy w dużej mierze od stanu dziś) i ulegają wzmocnieniu w czasie; prostymi słowami: wypuszczenie dzina wzrostów płac z butelki kończy się presją płacową o ile warunki gospodarcze nagle się nie zmieniają lub nie przyhamuje jej Bank Centralny. Już teraz zmieniały się proporcje przedsiębiorstw, w których płace rosną szybciej niż wydajność pracy. W takich warunkach należałoby wypatrywać i presji płacowej i presji cenowej. Czekamy na obie i uważamy jednocześnie, że dzieli nas od nich zaledwie kwartały. Po stronie cen zaszło ostatnio wiele istotnych zmian. Przede wszystkim warto zwrócić uwagę, że firmy operują przy coraz większym ciężarze kosztów płacowych, ale i cen surowców (patrz czynniki wzrostu cen). Nic nie wskazuje na to, aby nagle miało się to zmienić, gdy gospodarka globalna przyspiesza, a presja płacowa na rodzimym rynku rośnie. Prowadzi to do pogorszenia cen względnych (ceny finalne vs. ceny zaopatrzenia) i doprowadzi

albo do pogorszenia sytuacji finansowej przedsiębiorstw i wyjścia z rynku (scenariusz bardzo mało prawdopodobny) lub też do podniesienia cen wyrobów finalnych (scenariusz bardzo prawdopodobny i wielokrotnie testowany we wzrostowych fazach koniunktury). My oczywiście stawiamy na ten drugi.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w marcu aż o 11,1%, bijąc na głowę oczekiwania rynku (konsensus ok. 7% r/r, my 8,0%, najwyższe prognozy na rynku nie dobiły do 10%). Kilka rekordów: najszybszy wzrost produkcji w ujęciu rocznym od 2010 roku, drugi najlepszy marzec w historii szeregu (po marcu 2010 r.). Część przyspieszenia to oczywiście zasługa dni roboczych (+1 zamiast -1 r/r), ale to wyjaśnia ledwie połowę obserwowanego przyspieszenia i uwzględnienie wpływu kalendarza tylko nieznacznie zmienia wydzwitek danych. Po wyłączeniu czynników kalendarzowych i sezonowych produkcja wzrosła bowiem o 8,8% r/r i 2,1% m/m. W niektórych kategoriach produkcji widać zresztą wręcz eksplozję, czyli wzrosty produkcji przekraczające 20% r/r (produkcja maszyn i urządzeń, związana z budownictwem, produkcja wyrobów z pozostałych surowców niemetalicznych), a kompozycja wzrostów sugeruje (zgodnie z oczekiwaniami), że rosną i sekcje eksportowe, i związane z popytem wewnętrznym.

Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w ujęciu rocznym aż o 17,2%, również istotnie powyżej jakiegokolwiek dostępnej prognozy. Ciepły marzec i dni robocze wyjaśniają wprawdzie przyspieszenie produkcji jako takie, ale nie jego skalę. By zrozumieć tak duży skok produkcji (w ujęciu miesięcznym wzrost o 49,4%, czyli 9,7% po odsezonowaniu), należy cofnąć się do okresu najbardziej podobnego pod względem sytuacji w budownictwie, czyli lat 2010-2011. W latach, w których uruchamiano środki unijne, a przyspieszenie inwestycyjne było znaczące, notowano takie właśnie dynamiki. Naszym zdaniem jest to efekt odbicia we wszystkich głównych kategoriach budownictwa. Warto je ponownie wymienić: wygasanie efektów statystycznych w budownictwie liniowym, uruchamianie inwestycji publicznych (w tym samorządów w związku ze startującym cyklem wyborczym), a także rekordowo wysoka aktywność w budownictwie mieszkaniowym. W konsekwencji, dwucyfrowy wzrost produkcji budowlano-montażowej jest w tym roku bardzo prawdopodobny.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła o 9,3% w ujęciu rocznym, bijąc naszą prognozę i konsensus rynkowy. Kompozycja wskazuje na utrzymanie względnie wysokiej sprzedaży samochodów i pewne efekty bazowe w żywności i sprzedaży niewyspecjalizowanej (zgodnie z faktem, że Wielkanoc wystąpiła w tym roku wyjątkowo późno). Prawdziwy szlagier tych danych to jednak kategorie dóbr trwałych (meble, rtv i agd +18,1% r/r; najwyższa dynamika od 2012 roku) oraz półtrwałych (odzież +20,3% r/r – najwyższa dynamika od 2014 roku). Być może nie są one kategoriami, które ważą najwięcej w całym agregacie sprzedaży i nie są one wolne od silnych tendencji sezonowych, to jednak sprzedaż aut, odzieży oraz mebli i wyposażenia mieszkania świadczy w największym stopniu o nastrojach konsumentów i perspektywach „dokonywania ważnych zakupów”. Oczywiście w pewnym stopniu dane te napompuwane są przez dni robocze, jednak kolejne publikacje tylko utwierdzają nas w przekonaniu, że ścieżka konsumpcji na ten rok w okolicach 4% (bądź nawet lekko powyżej) to nie fanaberia, lecz fakt pozostający w ścisłej zależności pomiędzy rzeczywistością i teoriami ekonomicznymi tłumaczącymi większe wydatki konsumentów (wysoki bieżący dochód + podwyższenie dochodu trwałego).

Ceny producentów wzrosły w marcu o 4,7% r/r, nieznacznie powyżej naszej prognozy (4,6%). Nasza prognoza rozminęła się z rzeczywistością przez rewizję poprzednich danych w górę o 0,1p.p. Przy dość silnych spadkach w kategoriach, gdzie ceny dyktowane są egzogeniczne, ceny w przetwórstwie obniżyły się zaledwie o 0,1% m/m. Oznacza to wzrost w ujęciu bazowym (+0,2% m/m) i po raz kolejny rozkorelowanie się dynamiki cen producentów z kursem walutowym. Traktujemy ten fenomen jako kolejny dowód na opuszczenie równowagi deflacyjnej w cenach producentów i przejście w kierunku równowagi inflacyjnej. Podobnie, jak w przypadku cen konsumenckich, śledzić należy w najbliższych miesiącach kategorie bazowe i rozlewanie się wcześniejszych wzrostów cen po różnych kategoriach.

Rynek pracy

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

Przeciętne wynagrodzenie wzrosło w marcu w ujęciu rocznym o 5,2%, bijąc na głowę zarówno oczekiwania rynkowe (4,3%), jak i naszą prognozę (4,6%). Jak zwykle, na tym etapie nie jesteśmy w stanie określić przyczyn zaskoczenia, jednak miks czynników oddziałujących na dynamikę przeciętnego wynagrodzenia był jednoznacznie pozytywny w tym miesiącu: przesunięcie wypłat premii w górnictwie, ogłoszone podwyżki płac w handlu oraz pozytywna różnica dni roboczych (+1 zamiast -1 r/r).

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

mBank Research

(Ernest Pytlarczyk, M. Mazurek, P. Bartkiewicz, K. Klimas)

research@mBank.pl

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E		EV/EBITDA	
							2017	2018	2017	2018
Banki										
ALIOR BANK	kupuj	2017-03-16	71,97	90,00	72,86	+23,5%	23,2	10,9		
BZ WBK	trzymaj	2017-05-08	351,25	332,34	351,25	-5,4%	15,7	13,0		
GETIN NOBLE BANK	trzymaj	2017-03-01	2,02	2,14	1,88	+13,8%	10,0	5,2		
HANDLOWY	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	75,00	+13,3%	17,7	13,9		
ING BSK	redukuj	2017-04-05	171,00	152,39	180,80	-15,7%	16,1	14,3		
MILLENNIUM	sprzedaj	2017-05-08	7,06	5,81	7,06	-17,7%	13,5	11,9		
PEKAO	akumuluj	2017-04-05	134,60	146,10	139,60	+4,7%	16,2	15,5		
PKO BP	redukuj	2017-03-01	33,28	31,20	36,54	-14,6%	15,6	13,8		
KOMERCNI BANKA	akumuluj	2017-01-27	892,60	1 011,37 CZK	949,70	+6,5%	14,0	12,7		
ERSTE BANK	kupuj	2017-01-27	28,60	35,98 EUR	32,55	+10,5%	11,3	10,1		
OTP BANK	akumuluj	2017-03-01	8 450	9 031,25 HUF	7 935	+13,8%	10,0	9,1		
Ubezpieczyciele										
PZU	kupuj	2017-01-27	35,50	44,63	44,56	+0,2%	16,4	11,5		
Usługi finansowe										
KRUK	sprzedaj	2017-05-08	293,85	219,64	293,85	-25,3%	19,4	17,1		
PRIME CAR MANAGEMENT	kupuj	2017-01-27	34,91	46,43	31,49	+47,4%	9,1	8,2		
SKARBIEC HOLDING	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	30,75	+50,5%	7,7	6,7		
Paliwa, Chemia										
CIECH	trzymaj	2017-03-24	81,00	82,00	78,54	+4,4%	11,6	14,9	7,0	7,9
GRUPA AZOTY	trzymaj	2017-01-26	70,41	73,90	68,41	+8,0%	15,9	15,2	7,5	7,0
LOTOS	sprzedaj	2017-03-01	48,63	36,27	59,32	-38,9%	18,6	14,5	8,8	6,6
MOL	redukuj	2016-12-20	20 620	18 970 HUF	21 900	-13,4%	13,1	11,1	5,5	4,9
PGNIG	kupuj	2017-02-27	6,12	7,25	6,42	+12,9%	12,0	9,8	5,1	4,3
PKN ORLEN	sprzedaj	2016-12-20	87,17	66,13	118,50	-44,2%	14,6	18,7	8,7	9,5
POLWAX	kupuj	2017-01-13	16,60	25,95	15,19	+70,8%	6,4	6,5	5,5	6,4
SYNTHOS	sprzedaj	2017-01-17	5,30	3,72	5,45	-31,7%	15,0	19,7	9,4	11,3
Energetyka										
CEZ	akumuluj	2017-03-01	450,50	496,80 CZK	429,50	+15,7%	14,4	14,0	6,7	6,5
ENEA	sprzedaj	2017-03-01	10,67	8,81	11,85	-25,7%	7,6	6,5	4,9	4,0
ENERGA	trzymaj	2017-01-27	10,20	9,20	9,80	-6,1%	8,0	7,4	4,5	4,5
PGE	trzymaj	2016-10-04	10,18	10,63	11,48	-7,4%	9,5	9,0	5,2	5,2
TAURON	trzymaj	2017-04-05	3,35	3,03	3,32	-8,7%	5,9	5,7	4,9	5,1
Telekomunikacja										
NETIA	akumuluj	2017-01-27	4,58	4,90	4,52	+8,4%	-	-	4,6	5,0
ORANGE POLSKA	kupuj	2017-03-09	4,67	6,90	4,50	+53,3%	585,1	50,6	4,5	4,3
Media										
AGORA	akumuluj	2017-01-27	12,90	13,90	15,65	-11,2%	-	-	7,1	7,1
CYFROWY POLSAT	redukuj	2017-01-27	24,65	22,30	24,71	-9,8%	16,9	14,1	7,4	7,0
WIRTUALNA POLSKA	akumuluj	2017-01-27	56,60	61,00	51,78	+17,8%	19,8	16,2	11,2	9,5
IT										
ASSECO POLAND	redukuj	2017-04-27	54,70	51,80	57,59	-10,1%	15,9	15,5	7,4	6,9
CD PROJEKT	sprzedaj	2017-01-26	59,63	43,40	67,41	-35,6%	44,3	44,0	32,2	31,7
COMARCH	akumuluj	2017-03-01	204,80	205,00	238,95	-14,2%	24,1	20,4	10,3	9,4
Przemysł i metale										
FAMUR	zawieszona	2016-11-30	4,22	-	5,80	-	-	-	-	-
KERNEL	trzymaj	2017-01-27	76,75	73,90	68,67	+7,6%	5,5	5,9	4,2	4,0
KĘTY	trzymaj	2017-01-27	416,80	387,90	429,95	-9,8%	16,2	16,5	11,2	10,4
KGHM	akumuluj	2017-04-05	120,10	132,22	118,40	+11,7%	7,1	7,8	4,6	4,7
STELMET	akumuluj	2017-01-27	32,30	33,80	27,50	+22,9%	14,1	11,0	9,5	7,5
UNIWHEELS	akumuluj	2017-01-27	236,00	258,00	236,50	+9,1%	10,5	10,3	8,3	8,3
Budownictwo										
BUDIMEX	trzymaj	2017-05-08	275,65	238,40	275,65	-13,5%	17,6	19,7	9,6	11,3
ELEKTROBUDOWA	kupuj	2017-05-08	120,55	146,00	120,55	+21,1%	11,7	12,4	6,1	6,2
ERBUD	trzymaj	2017-04-05	32,98	33,50	32,50	+3,1%	13,1	12,8	5,6	5,4
UNIBEP	akumuluj	2017-03-01	12,59	12,80	13,70	-6,6%	11,5	12,0	7,8	8,0
Deweloperzy										
ATAL	kupuj	2017-04-10	34,89	44,10	36,45	+21,0%	7,8	7,7	7,1	7,0
CAPITAL PARK	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	6,28	+28,8%	44,8	8,2	121,2	14,0
DOM DEVELOPMENT	akumuluj	2017-01-27	64,94	72,50	70,20	+3,3%	10,6	10,3	8,1	8,0
ECHO	kupuj	2017-01-25	5,69	6,64	5,41	+22,7%	9,9	8,0	11,9	10,1
GTC	akumuluj	2017-01-25	8,65	9,59	9,00	+6,6%	8,0	11,7	10,4	14,6
ROBYG	kupuj	2017-01-27	3,00	3,95	3,38	+16,9%	11,0	6,8	11,9	6,8
Handel										
AMREST	akumuluj	2017-01-27	347,00	367,00	359,00	+2,2%	30,8	22,8	12,1	9,6
CCC	trzymaj	2017-03-01	225,50	219,00	223,20	-1,9%	22,5	18,3	15,8	13,0
EUROCASH	kupuj	2017-01-27	39,90	46,20	33,46	+38,1%	18,3	14,0	8,7	6,9
JERONIMO MARTINS	trzymaj	2017-05-08	17,09	16,90 EUR	17,09	-1,1%	23,3	21,1	11,9	11,0
LPP	sprzedaj	2017-04-05	6 635	5 300	6 270	-15,5%	24,8	18,8	13,8	11,0
TXM	kupuj	2017-03-09	5,50	6,95	5,05	+37,6%	10,0	8,0	6,9	5,8
Inne										
PBKM	akumuluj	2017-04-05	60,50	70,00	59,10	+18,4%	10,1	8,4	6,9	5,9
WORK SERVICE	zawieszona	2016-12-06	10,17	-	9,30	-	-	-	-	-

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Asseco Poland	redukuj	redukuj	51,80	2017-04-27
Atal	kupuj	przeważaj	44,10	2017-04-10

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Budimex	trzymaj	akumuluj	238,40	2017-05-08
BZ WBK	trzymaj	redukuj	332,34	2017-05-08
Elektrobudowa	kupuj	trzymaj	146,00	2017-05-08
Jeronimo Martins	trzymaj	akumuluj	16,90 EUR	2017-05-08
Kruk	sprzedaj	redukuj	219,64	2017-05-08
Millennium	sprzedaj	redukuj	5,81	2017-05-08

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	8	13,8%	4	12,1%
redukuj	5	8,6%	3	9,1%
trzymaj	13	22,4%	5	15,2%
akumuluj	17	29,3%	10	30,3%
kupuj	15	25,9%	11	33,3%

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**PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

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

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 8 maja 2017 o godzinie 13:42.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 8 maja 2017 o godzinie 13:42.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszk, Neuca, Opono, 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, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszk, Neuca, Opono, 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, Energoaparatúra, 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, Mieszk, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Opono, 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, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokółów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

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

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

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

Powielenie 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.

Niniejszy Przegląd miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez Dom Maklerski mBanku i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 10 Przeglądu miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji dokonanych w Przeglądzie miesięcznym znajduje się na stronie 11 niniejszego opracowania.

W związku z powyższym – w ocenie Domu Maklerskiego mBanku – Przegląd miesięczny nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

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 zastosowanych w rekomendacji:**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.

Rekomendacje wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy dotyczące spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie Miesięcznym

BUDIMEX

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-05-08	2017-01-27	2016-10-05	2016-08-10	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	275,65	217,00	207,00	178,40	174,00
WIG w dniu rekomendacji	61 831,40	55 560,23	47 900,66	48 260,19	44 294,15

BZ WBK

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-05-08	2017-01-27	2016-08-03	2016-07-05	2016-05-06
kurs z dnia rekomendacji	351,25	355,00	301,25	262,30	257,05
WIG w dniu rekomendacji	61 831,40	55 560,23	47 031,70	44 294,15	46 430,16

ELEKTROBUDOWA

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-05-08	2017-04-05	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	120,55	139,90	98,50
WIG w dniu rekomendacji	61 831,40	59 015,12	51 223,85

JERONIMO MARTINS

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2017-05-08	2017-01-27	2016-12-06	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	17,09 EUR	15,66 EUR	14,67 EUR	16,01 EUR
WIG w dniu rekomendacji	61 831,40	55 560,23	49 647,48	47 900,66

KRUK

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-05-08	2017-01-27	2016-08-03	2016-06-16
kurs z dnia rekomendacji	293,85	249,15	219,10	189,95
WIG w dniu rekomendacji	61 831,40	55 560,23	47 031,70	44 916,52

MILLENNIUM

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2017-05-08	2017-04-05	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	7,06	6,67	6,82	5,93
WIG w dniu rekomendacji	61 831,40	59 015,12	58 300,37	55 560,23

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz

dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak

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

Michał Konarski

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

Jakub Szkopek

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

Paweł Szpigel

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

Piotr Zybala

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

Piotr Bogusz

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron

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

Krzysztof Bodek

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

Tomasz Jakubiec

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

Anna Łagowska

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

Adam Prokop

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

Szymon Kubka, CFA, PRM

tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

Jędrzej Łukomski

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

Tomasz Galanciak

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

Wojciech Wysocki

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski

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

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański

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

Jarosław Banasiak

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