mBank Dom Maklerski



mBank.pl

wtorek, 19 września 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 Zybała +48 22 438 24 04

DJIA	22 331,4	+0,28%	FTSE 100	7 253,3	+0,52%	Miedź (LME)	6 527,0	+0,31%
S&P 500	2 503,9	+0,15%	WIG20	2 501,8	+0,14%	Ropa (Brent)	55,08	-0,40%
NASDAQ	6 454,6	+0,10%	BUX	38 387,2	+0,16%	USD/PLN	3,5907	+0,30%
DAX	12 559,4	+0,32%	PX	1 049,0	-0,20%	EUR/PLN	4,2920	+0,38%
CAC 40	5 229,3	+0,30%	PLBonds10	3,266	+3,20%	EUR/USD	1,1954	+0,08%

Informacje ze spółek i sektorów

CEZ
Akumuluj - z dn. 01.09.17
Cena docelowa: 468,78 CZK

CEZ wstrzymuje sprzedaż aktywów w Bułgarii

Według doniesień prasowych CEZ wstrzymuje proces sprzedaży aktywów w Bułgarii (dystrybucja i sprzedaż). Wcześniej pojawiały się informacje, że otrzymane oferty nie były satysfakcjonujące, a najwyższa opiewała na 250 mln EUR podczas gdy koncern oczekiwał ponad 400 mln EUR. **W ubiegłym roku aktywa bułgarskie wygenerowały 1,4 mld CZK EBITDA (2,4% EBITDA grupy), tak więc cena rzędu 250 mln EUR implikowałaby mnożnik poniżej 5,0x, co trudno uznać za satysfakcjonujący biorąc pod uwagę profil sprzedawanych spółek. (K. Kliszcz)**

Tauron
Trzymaj - z dn. 01.09.17
Cena docelowa: 3,89 PLN

Wywiad z CFO

W dzisiejszym Parkiecie pojawił się wywiad z Markiem Wadowskim CFO Tauronu, w którym wypowiada się on o sytuacji na rynku długu (ograniczenie finansowania dla inwestycji węglowych, ale wciąż bardzo wysokie zainteresowanie obligacjami Spółki), zaawansowaniu rozmów w sprawie Jaworzna z PFR (umowa do końca roku) oraz restrukturyzacji kopalni Brzeszcze (w październiku ma zostać uruchomiona nowa ściana, co wcześniej było planowane na lipiec, wówczas powinien pojawić się tam zysk EBITDA). **Wywiad nie przynosi przełomowych informacji. (K. Kliszcz)**

Grupa Azoty
Trzymaj – z dn. 01.09.17
Cena docelowa: 69,60 PLN

BASF przejmuje aktywa produkcji Poliamidów od Solvay

BASF poinformował o podpisaniu umowy zakupu aktywów segmentu produkcji poliamidów od Solvay za 1,6 mld USD. Wartość transakcji implikuje wskaźnik EV/EBITDA na poziomie 8x dla wyników 2016 roku oraz 7x dla wyników ostatnich 12 miesięcy. **Solvay przed transakcją miał trzecią pozycję na świecie pod względem sprzedaży. Transakcja ma zostać zakończona do końca 3Q'18. Obecnie Grupa Azoty na 2017 rok notowana jest ze wskaźnikiem 6,6x EBITDA. Grupa Azoty, jest siódmym w Europie producentem poliamidu pod względem mocy. BASF posiada największe w Europie instalacje - 1,5x większe niż Grupa Azoty.**
http://bit.ly/2ffZ4cE (J. Szkopek)

Ergis
Przeważaj - z dn. 28.09.16

Podpisanie umowy współpracy w sprawie nowego projektu rozwojowego

Rada nadzorcza Ergis upoważniła zarząd do zawarcia umowy o współpracy ze spółką Saule, której celem jest rozwój produkcji ultra barierowych folii z PET (UHB-PET) do zastosowań w giętkich elementach elektronicznych. Ergis ocenia całkowity koszt uruchomienia produkcji UHB-PET na około 100 mln PLN, a uruchomienie mogłoby nastąpić w ciągu 4 lat. Projekt mógłby być finansowany ze środków z NCBiR. Rynek folii UHB-PET jest wyceniany na 500 - 700 mln EUR. Umowa między Ergisem, a Saule będzie przewidywać współpracę w zakresie prowadzenia prac badawczo rozwojowych; Saule wyleasinguje od Ergis niezbędną infrastrukturę do prac badawczo rozwojowych oraz udzieli Ergis ograniczonej licencji na produkcję i sprzedaż produktów UHB-PET; zapłata przez Ergis na rzecz Saule nastąpi w trzech ratach w łącznej wysokości 4,5 mln PLN (w latach 2017-2019). W przypadku udanej realizacji zamierzeń projekt ten może pozwolić na utworzenie przez Grupę Ergis segmentu twardych folii elektronicznych, generującego po roku 2024 istotną część EBITDA grupy. **Saule, to spółka założona w 2014 roku, pracująca nad komercjalizacją produkcji perowskitu w nowej generacji ogniw fotowoltaicznych. Nad nową technologią pracuje zespół 20 naukowców.**
http://bit.ly/2ymnHcc (J. Szkopek)

Paged

Powodzenie wezwania

Wezwanie na Paged powiodło się, Mespila przekroczyła próg 90% w akcjonariacie spółki - podał Paged w komunikacie. 11 września Mespila Investments podniosła cenę w wezwaniu do sprzedaży 35,1% akcji Pagedu do 59 PLN z 57,63 PLN. Zapisy trwały do 15 września. Przed ogłoszeniem wezwania wzywający wraz z podmiotami zależnymi posiadał łącznie 64,9% akcji drzewnej spółki. **(J. Szkopek)**

Vistal
Niedoważaj – z dn. 11.09.17

Wymówienie umowy kredytowej przez BGK

Vistal Gdynia otrzymał od Banku Gospodarstwa Krajowego wezwanie do zapłaty z wypowiedzeniem umów o kredyty obrotowe w odnawialnych liniach kredytowych. Wysokość zadłużenia wobec BGK wynosi 8,4 mln PLN - poinformowała spółka w komunikacie. **(J. Szkopek)**

Torpol
Przeważaj – z dn. 14.09.2017

Pozew przeciwko PKP PLK

Konsorcjum Torpolu złożyło pozew o zapłatę łącznie 48,2 mln PLN przeciwko Miastu Łódź, PKP PLK i PKP. Spór dotyczy roszczeń z tytułu wykonanych i nieobjętych umową z zamawiającym robót dodatkowych w ramach realizacji inwestycji Nowa Łódź Fabryczna. Z pieniędzy, których domaga się konsorcjum, 40% (ok. 19,3 mln PLN) dotyczy Torpolu. **Wiadomość potencjalnie pozytywna. Ewentualne dodatkowe płatności w związku z powyższym kontraktem nie są uwzględnione w naszych prognozach wyników. Wartość roszczenia w części przypadającej Torpolowi stanowi 6,8% bieżącej kapitalizacji spółki. (P. Zybała)**

Kontrakt na 268 mln PLN

Konsorcjum z udziałem spółek Torpol i Intercor zawarły umowę na zaprojektowanie i wykonanie robót na linii kolejowej nr 216 na odcinku Działdowo – Olsztyn. Wynagrodzenie Wykonawcy wyniesie ok. 267,6 mln PLN netto, natomiast udział Torpolu w realizacji prac w ramach tego zamówienia oraz ww. wynagrodzeniu wynosi ok. 92%. Termin realizacji prac budowalnych został określony na 21 miesięcy od dnia zawarcia Umowy. **Wiadomość oczekiwana. O wyborze najkorzystniejszej oferty spółka informowała w czerwcu. (P. Zybała)**

AmRest
Akumuluj – z dn. 01.09.17
Cena docelowa: 422,00 PLN

Podsumowanie po spotkaniach ze spółką

Celem na 2017 rok jest osiągnięcie wyniku EBITDA w segmencie niemieckim na poziomie zbliżonym do zera. Spółka powinna w krótkim czasie ogłosić zamknięcia transakcji nabycia kolejnych restauracji. Zgodnie z oczekiwaniami zarządu przejęte biznesy powinny dochodzić do optymalnej rentowności w 3-5 lat. W 2018 roku spółka powinna przyśpieszyć z rozwijaniem franczyzy w formacie Pizza Hut Express (obecnie AmRest rozwija własne restauracje w nowym koncepcie). Zarząd AmRest widzi wysoki potencjał związany z kanałem delivery oraz ze współpracą z Delvery Hero w Polsce, w Czechach i na Węgrzech. Spółka planuje rozwijać sieć restauracji w tempie przynajmniej 200 otwarć rocznie. **Spółka kontynuuje dynamiczne tempo wzrostu biznesu przez rozwój organiczny oraz przez wykorzystanie opcji akwizycyjnych. Pomimo konsolidacji wyników przejętych restauracji (gorsze niż wyniki biznesu organicznego AmRest), spółka poprawia rezultaty Grupy r/r (efekt wzrostu rentowności oraz efektywności sprzedaży na większości podstawowych rynków). (P. Bogusz)**

Selvita

Podsumowanie konferencji po 1H'17

- Spółka otrzymała dofinansowanie z Ministerstwa Rozwoju na budowę Centrum Badawczo-Rozwojowego Innowacyjnych Leków w Krakowie stanowiące 45% z 74,9 mln PLN łącznej wartości I etapu projektu. Obecnie trwają prace projektowe oraz kompletowana jest dokumentacja. Zarząd planuje otrzymać pozwolenie na budowę do końca roku.
- Celem Spółki jest osiągnięcie w 2021 r. ponad 2 mld PLN kapitalizacji, dzięki powiększeniu portfolio projektów na bardziej zaawansowanych etapach rozwoju (faza przedkliniczna lub kliniczna).
- Spółka zakłada w strategii rozwoju na lata 2017-2021, że nakłady inwestycyjne wyniosą 470 mln PLN, z czego zagwarantowane jest już 136 mln PLN pochodzące z grantów.
- Planowany termin oferty emisji do 2,2 mln akcji serii H to 4Q 2017. **(P. Werner)**

Pozostałe wiadomości ze spółek

4Mobility — 4Mobility ustaliła cenę maksymalną akcji serii F na 25 PLN; spółka oferuje 400.000 akcji.

Budimex — Budimex Nieruchomości planuje ekspansje we Wrocławiu oraz Gdyni; rozważa wzbogacenie oferty o systemy inteligentnego mieszkania (Puls Biznesu).

Dębica — Rada nadzorcza Dębicy powołała Leszka Szafrana na stanowisko prezesa.

Energetyka — Tobiszowski, ME: Nie ma pomysłów podziału kopalń PGG między koncerny energetyczne.

Ergis — RN upoważniła zarząd do zawarcia umowy o współpracy ze spółką Saule, której celem jest rozwój produkcji ultrabarierowych folii z PET (UHB-PET) do zastosowań w giętkich elementach elektronicznych. Ergis ocenia całkowity koszt uruchomienia produkcji UHB-PET na ok.100 mln PLN.

GPW — GPW rozwiąże rezerwę w kwocie 5,8 mln zł, co wpłynie na wyniki 3Q.

IMS — IMS chce skupić 145.000 akcji własnych po 3,75 PLN za akcję.

Kredyt Inkaso — Zarząd Kredyt Inkaso ustanowił publiczny program emisji obligacji, w ramach którego spółka może emitować w PLN niezabezpieczone obligacje zwykłe o łącznej wartości nominalnej nie większej niż 300 mln PLN.

Paged	Wezwanie na Paged powiodło się, Mespila przekroczyła próg 90 proc. w akcjonariacie spółki,
PGE	ME: Przejęcie aktywów EDF przez PGE spodziewane w październiku-listopadzie.
PGNiG, PKN Orlen	Ministerstwo Środowiska zmienia prawo geologiczne i górnicze; liczy, że szykowane ułatwienia dla zainteresowanych wydobywaniem gazu z łupków zachęcą firmy do tego typu poszukiwań w Polsce.
Polska	Inflacja HICP w sierpniu: 0,2% m/m i 1,4% r/r – Eurostat. Dane o wynagrodzeniu i zatrudnieniu: - Wynagrodzenie: -0,2% m/m i 6,6% r/r vs oczekiwane -1,2% m/m i 5,6% r/r - Zatrudnienie: 0,1% m/m i 4,6% r/r vs oczekiwane 0,1% m/m i 4,6% r/r
Prairie Mining	Prairie Mining, która chce budować kopalnie Jan Karski i Dębieńsko rozważa pozew do trybunału arbitrażowego. (Dziennik Gazeta Prawna).
Selena	Selena w 1H'17 zwiększyła sprzedaż, ale zanotowała 4,9 mln PLN straty netto vs 20 mln PLN zysku rok wcześniej. Na wynik netto miały wpływ niezrealizowane różnice kursowe, szczególnie w przypadku dwóch par walut: rubel-euro oraz euro-złoty
Simple	Simple podpisało umowę za 6,2 mln PLN brutto na dostawę i wdrożenie zintegrowanego systemu informatycznego w radomskiej stacji pogotowia ratunkowego.
Skarbiec Holding	Fundusze inwestycyjne związane z rynkiem kapitałowym pozostaną trzonem działalności Skarbiec TFI. Zarząd rozważa jednak rozszerzenie oferty produktowej o nowe fundusze, w tym nieruchomościowe.
Tesgas	Opoka TFI posiada 5,09% udział w ogólnej liczbie głosów vs 4,99% przed dokonaniem zmiany.

Makroekonomia

Presja płacowa narasta, zatrudnienie nie zwalnia

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w sierpniu o 4,6% r/r (tyle samo, co w lipcu), czyli zgodnie z konsensusem rynkowym i naszą prognozą. W ujęciu miesięcznym liczba etatów wzrosła o 3,5 tysiące, co nie odbiega znacząco w dół od typowych odczytów dla tego miesiąca. Na szczegóły odczytu musimy poczekać na Biuletyn Statystyczny, jednak nie spodziewamy się niczego zaskakującego. Zakładając, że nie powtórzył się spadek w jednej sekcji (jak informacji i komunikacji rok temu) spodziewamy się, że miesięczny wzrost powinien być rozdystrybuowany na przemysł i budownictwo. Zatrudnienie w Polsce rośnie w bardzo dobrym tempie. Nie widać ograniczeń podażowych (stabilizacja stopy bezrobocia jest niemniej jednak w tym kontekście zagadkowa), natomiast dzisiejszy odczyt płac może być zwiastunem presji płacowej, której w takich warunkach należy się spodziewać. Jako dygresję warto dodać fakt, że wystąpienie presji płacowej ma zwykle eksplozywny charakter i dynamika płac podwyższa się szybko i w krótkim czasie.

Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w sierpniu o 6,6% r/r, powyżej konsensusu rynkowego i naszej prognozy (odpowiednio, 5,7 i 6,4% r/r). Jak co miesiąc, na temat przyczyn zaskoczenia możemy tylko spekulować. Tym niemniej, podejrzewamy, że za przyspieszenie po stronie płac odpowiadał splot korzystnych czynników: normalizacja dynamiki wynagrodzeń w górnictwie (w poprzednich miesiącach dynamika wahała się o kilkadziesiąt pkt. proc.); efekty bazowe w przetwórstwie przemysłowym i w budownictwie; silne trendy wzrostowe w większości sektorów usługowych (w sekcji N dynamika mogła przekroczyć 8%). Szczegóły odczytu są jednak w chwili obecnej drugorzędne: wynagrodzenia nominalne rosną obecnie najszybciej od 2009 r. i skala możliwego przyspieszenia, biorąc pod uwagę narosłe na rynku pracy nierównowagi, jest ogromna. W naszej opinii dynamika płac może na koniec roku sięgnąć 8%.

Stabilna dynamika zatrudnienia i przyspieszenie po stronie płac wypchnęły dynamiki funduszu płac na nowe cykliczne maksimum: w ujęciu nominalnym fundusz płac przyspieszył z 9,6 do 11,6% r/r, w ujęciu realnym – z 7,9 do 9,8% r/r. W takich warunkach nie należy oczekiwać istotnego spowolnienia konsumpcji w II połowie b.r.

Na tym etapie ożywienia gospodarczego i przy takiej skali niedopasowania popytu i podaży na rynku pracy (por. wykres poniżej) dynamiczny wzrost wynagrodzeń nie powinien nikogo dziwić. Przyspieszenie w płacach wpisuje się również w regionalne trendy. Warto w tym miejscu zauważyć, że jeśli porównamy jabłka z gruszkami i skorygujemy o efekty podwyżek płacy minimalnej (na Węgrzech o 25% dla pracowników wykwalifikowanych i 15% dla pozostałych, do tego obniżka składek na ubezpieczenie zdrowotne), różnice w dynamikach wynagrodzeń między krajami regionu nie wykraczają poza implikowane przez różnice w stopach bezrobocia lub pozycji cyklicznej gospodarek. Oznacza to równocześnie, że mechanika polskiego rynku pracy jest najzupełniej normalna i oczekiwania ożywienia bez wzrostu wynagrodzeń i wzrostu wynagrodzeń bez inflacji są iluzoryczne. W takim kontekście należy oceniać zapewnienia RPP i jej członków o braku nierównowag na rynku pracy, ograniczonej presji płacowej i umiarkowanej dynamice

jednostkowych kosztów pracy. Z każdym kolejnym miesiącem ten konsensus (podzielany przez uczestników rynku – obecnie pierwsza podwyżka jest wyceniana na I połowę 2019 r.) jest coraz kruchszy, ale do jego rozkruszenia potrzebne będą bardziej zdecydowane wzrosty inflacji. Na ten moment przyjdzie nam poczekać najprawdopodobniej do przyszłego roku.

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

Kalendarium spółek

Data			Wydarzenie
19 wrz	11:00	**Feerum**	**Spotkanie z inwestorami** (Hotel Marriott, al. Jerozolimskie 65/79, Warszawa)
19 wrz		**Ceramika NG**	**Spotkanie z inwestorami** (CC Group; ul. Marszałkowska 89, Warszawa)
20 wrz	10:30	**Pfleiderer Group**	**Spotkanie z inwestorami** (Budynek GPW, ul. Książęca 4, Warszawa)
20 wrz	11:30	**Archicom**	**Spotkanie z inwestorami** (Hotel Sheraton, Warszawa)
20 wrz		**JWC**	**Publikacja wyników 2Q'17**
21 wrz		**Unibep**	**Spotkania ze spółką** (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
21 wrz	11:00	**Enter Air**	**Spotkania ze spółką** (siedziba spółki, ul. 17 Stycznia 74, Warszawa)
22 wrz	11:30	**ZPUE**	**Spotkanie z inwestorami** (Hotel Westin, Warszawa)
26 wrz	9:30	**Krynicki Recykling**	**Spotkanie z inwestorami** (Hotel Westin, Warszawa)
28 wrz		**Agora**	**Spotkania ze spółką** (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
29 wrz		**Elemental**	**Publikacja wyników 2Q'17**
29 wrz		**Herkules**	**Publikacja wyników 2Q'17**
29 wrz		**Próchnik**	**Publikacja wyników 2Q'17**
29 wrz		**Vistal**	**Publikacja wyników 2Q'17**

Kalendarium makro

Wtorek, 19 września 2017					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
10:00	UE	Bilans obrotów kapitałowych	Lipiec		1,10 mld
10:00	UE	Bilans obrotów bieżących	Lipiec		21,20 mld
10:00	UE	Bilans obrotów finansowych	Lipiec		95,60 mld
11:00	UE	Zamówienia budowlane	Lipiec	0,50% m/m; 2,50% r/r	-0,50% m/m; 3,40% r/r
11:00	Niemcy	ZEW Bieżąca sytuacja	Wrzesień	86,00	86,70
11:00	UE	ZEW Bieżąca sytuacja	Wrzesień		29,30
11:00	Niemcy	ZEW Sentyment ekonomiczny	Wrzesień	13,00	10,00
11:00	UE	ZEW Sentyment ekonomiczny	Wrzesień		38,40
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa	Sierpień	3,20% m/m; 5,90% r/r	-8,50% m/m; 6,20% r/r
14:00	Polska	Produkcja manufakturowa	Sierpień		-9,20% m/m; 3,50% r/r
14:00	Polska	Inflacja PPI	Sierpień	0,60% m/m; 3,10% r/r	0,30% m/m; 2,20% r/r
14:00	Polska	Sprzedaż detaliczna	Sierpień	7,20% r/r	7,10% r/r
14:30	USA	Bilans obrotów bieżących	II kwartał	-116,20 mld	-116,78 mld
14:30	USA	Eksport	Sierpień		0,40% m/m; 0,80% r/r
14:30	USA	Pozwolenia na budowę	Sierpień	1150 tys. m/m	1223 tys. m/m
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	Sierpień	1143 tys. m/m	1155 tys. m/m
14:30	USA	Indeks cen importu	Sierpień	0,20% m/m; 1,35% r/r	0,10% m/m; 1,50% r/r
Środa, 20 września 2017					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
01:50	Japonia	Eksport	Sierpień		13,40%
01:50	Japonia	Import	Sierpień		163%
01:50	Japonia	Bilans handlu zagranicznego	Sierpień	367,50 mld	419,00 mld
08:00	Niemcy	Inflacja PPI	Sierpień	0,30% m/m; 2,65% r/r	0,20% m/m; 2,30% r/r
10:30	UK	Sprzedaż detaliczna	Sierpień	0,18% m/m; 1,25% r/r	0,20% m/m; 1,30% r/r
10:30	UK	Sprzedaż detaliczna bez samochodów	Sierpień	0,10% m/m; 1,40% r/r	0,50% m/m; 1,50% r/r
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	Sierpień	5,45 mln	5,44 mln
16:30	USA	Zapasy ropy Crude	15 września		468,20
20:00	USA	Stopa procentowa		1,25%	1,00%
	Japonia	Stopa procentowa		-0,10%	-0,10%
Czwartek, 21 września 2017					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
06:30	Japonia	Indeks aktywności w przemyśle	Lipiec		0,40% m/m
11:00	UE	Indeks zaufania konsumentów (P)	Wrzesień		-1,50
13:45	UE	Stopa procentowa			0,00%
14:30	USA	Indeks Fed z Filadelfii	Wrzesień		18,90
15:00	USA	Indeks cen nieruchomości	Lipiec		0,10% m/m
16:00	USA	Indeks wskaźników wyprzedzających	Sierpień		0,30%
Piątek, 22 września 2017					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
08:45	Francja	PKB	II kwartał		0,50% k/k; 1,10% r/r
09:00	Francja	Indeks PMI przemysłu (P)	Wrzesień		55,80
09:30	Niemcy	Indeks PMI przemysłu (P)	Wrzesień		59,30
10:00	UE	Indeks PMI przemysłu (P)	Wrzesień		57,40
12:00	UK	CBI Wskaźnik zamówień	Wrzesień		13
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3	Sierpień		0,30% m/m; 5,00% r/r
15:45	USA	Indeks PMI zbiorczy (P)	Wrzesień		55,30
15:45	USA	Indeks PMI usług (P)	Wrzesień		56,00
Poniedziałek, 25 września 2017					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
07:00	Japonia	Indeks wskaźników wyprzedzających (P)	Lipiec		105,90
10:00	Niemcy	IFO Indeks nastrojów w biznesie	Wrzesień		115,90
	Polska	Stopa bezrobocia	Sierpień		7,10%

mBank Dom Maklerski

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2017	2018	2017	2018
Finanse						**+4,8%**	**14,9**	**12,5**		
Alior Bank	kupuj	2017-03-16	71,97	90,00	63,03	+42,8%	20,1	9,4		
BZ WBK	akumuluj	2017-09-01	369,60	400,10	358,00	+11,8%	15,3	13,2		
Getin Noble Bank	trzymaj	2017-09-01	1,28	1,27	1,23	+3,3%	-	17,0		
Handlowy	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	67,80	+25,4%	16,0	12,6		
ING BSK	redukuj	2017-04-05	171,00	152,39	207,00	-26,4%	18,4	16,3		
Millennium	sprzedaj	2017-05-08	7,06	5,81	6,73	-13,7%	12,9	11,3		
Pekao	akumuluj	2017-07-18	131,25	145,42	131,20	+10,8%	14,8	14,1		
PKO BP	redukuj	2017-03-01	33,28	31,20	35,25	-11,5%	15,0	13,3		
Komercni Banka	akumuluj	2017-09-01	966,50	1 111 CZK	980,00	+13,4%	12,9	12,5		
Erste Bank	trzymaj	2017-09-01	35,50	35,98 EUR	36,30	-0,9%	12,6	11,2		
OTP Bank	trzymaj	2017-09-01	10 445	10 901 HUF	10 390	+4,9%	11,1	11,4		
PZU	akumuluj	2017-09-01	48,50	51,83	47,08	+10,1%	15,1	12,5		
Kruk	redukuj	2017-09-01	340,95	308,06	303,80	+1,4%	17,7	15,4		
Prime Car Management	kupuj	2017-01-27	34,91	46,43	29,74	+56,1%	8,6	7,8		
Skarbiec Holding	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	29,51	+56,8%	7,4	6,5		
Chemia						**+2,2%**	**11,7**	**13,6**	**6,3**	**6,6**
Ciech	kupuj	2017-09-01	62,73	77,07	67,03	+15,0%	9,9	12,7	6,0	6,7
Grupa Azoty	trzymaj	2017-09-01	68,90	69,60	67,18	+3,6%	13,5	14,5	6,7	6,6
Polwax	kupuj	2017-09-01	13,54	20,53	11,17	+83,8%	4,7	4,8	4,3	5,3
Synthos	trzymaj	2017-09-01	4,78	4,39	4,95	-11,3%	13,6	17,9	9,4	11,3
Paliwa						**-9,4%**	**15,1**	**13,5**	**7,4**	**6,0**
Lotos	sprzedaj	2017-09-01	58,86	48,25	59,74	-19,2%	18,7	14,6	8,8	6,6
MOL	trzymaj	2017-09-01	23 820	22 920 HUF	24 310	-5,7%	14,5	12,3	5,9	5,3
PGNiG	akumuluj	2017-09-01	6,83	7,57	6,83	+10,8%	12,8	10,4	5,4	4,6
PKN Orlen	sprzedaj	2017-09-01	117,90	81,50	127,05	-35,9%	15,7	20,1	9,2	10,0
Energetyka						**+7,0%**	**7,8**	**6,8**	**5,3**	**4,7**
CEZ	akumuluj	2017-09-01	416,00	468,78 CZK	436,00	+7,5%	12,7	14,5	7,0	7,0
Enea	trzymaj	2017-09-01	15,25	15,23	15,00	+1,5%	7,1	6,6	5,3	4,6
Energa	trzymaj	2017-09-01	11,65	13,50	13,67	-1,2%	7,8	7,3	5,1	4,7
PGE	trzymaj	2017-09-01	14,27	14,98	13,50	+11,0%	8,1	6,8	5,5	4,6
Tauron	trzymaj	2017-09-01	3,92	3,89	3,89	+0,0%	4,5	5,1	4,5	5,0
Telekomunikacja, media, IT						**+1,0%**	**17,5**	**14,6**	**7,1**	**6,7**
Netia	trzymaj	2017-09-01	3,90	4,00	3,85	+3,9%	-	-	4,0	4,4
Orange Polska	kupuj	2017-06-30	5,15	7,10	5,30	+34,0%	90,6	41,5	4,5	4,6
Agora	kupuj	2017-07-25	15,28	18,80	17,10	+9,9%	537,2	51,2	7,0	6,7
Cyfrowy Polsat	redukuj	2017-08-29	27,80	24,40	25,54	-4,5%	17,5	14,6	7,5	7,2
Wirtualna Polska	akumuluj	2017-09-01	47,89	53,00	45,40	+16,7%	17,4	14,2	10,0	8,4
Asseco Poland	trzymaj	2017-08-30	44,54	44,00	47,30	-7,0%	14,4	13,9		
CD Projekt	sprzedaj	2017-09-01	83,40	59,90	106,00	-43,5%	69,7	69,2	52,9	52,4
Comarch	trzymaj	2017-09-01	195,00	195,00	168,80	+15,5%	17,0	14,4	7,1	6,5
Przemysł, metale						**+11,3%**	**15,1**	**12,2**	**10,0**	**7,6**
Famur	kupuj	2017-09-01	5,81	6,84	6,22	+10,0%	28,7	19,2	11,6	7,6
Kernel	akumuluj	2017-09-01	60,70	71,74	59,20	+21,2%	5,0	5,4	3,9	3,7
Kęty	trzymaj	2017-09-01	402,10	414,09	400,65	+3,4%	15,1	15,4	10,5	9,8
KGHM	trzymaj	2017-09-01	126,10	130,96	119,35	+9,7%	7,1	7,8	4,6	4,7
Stelmet	kupuj	2017-09-01	22,20	28,94	21,50	+34,6%	16,3	12,2	10,0	7,6
Budownictwo						**+24,9%**	**10,5**	**10,7**	**5,0**	**5,3**
Budimex	kupuj	2017-07-24	229,50	267,00	213,95	+24,8%	12,1	12,4	5,0	5,7
Elektrobudowa	kupuj	2017-09-01	109,50	134,00	103,10	+30,0%	10,0	10,6	5,0	5,0
Erbud	kupuj	2017-09-01	26,00	31,30	26,38	+18,7%	10,6	10,4	4,3	4,1
Unibep	kupuj	2017-09-01	12,20	15,40	12,40	+24,2%	10,4	10,8	7,1	7,2
Deweloperzy						**+14,4%**	**9,8**	**8,6**	**10,2**	**9,2**
Atal	akumuluj	2017-09-01	40,40	45,00	43,20	+4,2%	9,3	9,1	8,2	8,1
Capital Park	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	5,00	+61,8%	35,7	6,5	112,2	13,0
Dom Development	kupuj	2017-09-01	82,25	101,10	86,10	+17,4%	11,9	10,3	9,6	8,2
Echo	kupuj	2017-09-01	5,21	6,64	5,40	+23,0%	9,9	8,0	11,9	10,1
GTC	trzymaj	2017-08-02	9,62	9,59	9,72	-1,3%	8,5	12,4	10,7	15,0
Robyg	kupuj	2017-09-01	3,40	4,25	3,32	+28,0%	9,7	5,9	7,4	4,9
Handel						**+6,0%**	**29,4**	**21,4**	**11,7**	**10,0**
AmRest	kupuj	2017-09-01	357,00	422,00	352,60	+19,7%	30,3	22,4	11,9	9,4
CCC	akumuluj	2017-09-01	262,20	294,00	283,90	+3,6%	28,6	23,2	19,8	16,4
Eurocash	kupuj	2017-09-01	39,14	47,60	38,49	+23,7%	21,1	16,1	10,0	8,0
Jeronimo Martins	trzymaj	2017-09-01	16,76	17,10 EUR	16,57	+3,2%	22,6	20,5	11,5	10,7
LPP	trzymaj	2017-09-01	8 697	8 800	8 850	-0,6%	39,0	25,9	19,1	14,4
TXM	kupuj	2017-09-01	2,97	6,10	2,89	+111,1%	31,4	6,1	8,3	3,5
Inne										
PBKM	kupuj	2017-09-01	54,50	63,90	61,00	+4,8%	10,5	8,7	7,1	6,0
Work Service	zawieszona	2016-12-06	10,17	-	6,60	-	-	-	-	-

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2017	2018	2017	2018
Spółki przemysłowe						**12,0**	**9,9**	**6,9**	**6,1**
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	47,90	+1,9%	11,9	8,8	8,6	6,6
Amica	równoważ	2016-06-16	186,00	160,10	-13,9%	10,9	9,6	6,7	6,1
Apator	równoważ	2017-07-31	31,29	30,80	-1,6%	13,5	12,1	8,6	7,9
Boryszew	niedoważaj	2017-01-27	11,20	9,93	-11,3%	12,3	11,8	8,3	7,8
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	2,37	-7,1%	7,2	6,4	6,4	5,4
Ergis	przeważaj	2016-09-28	5,75	5,90	+2,6%	8,5	8,5	5,7	5,4
Forte	niedoważaj	2017-08-31	74,02	71,00	-4,1%	15,7	14,2	12,2	11,1
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	72,21	+13,7%	21,3	15,8	11,4	9,0
Mangata	równoważ	2016-10-26	112,55	100,00	-11,2%	12,1	10,3	7,1	6,2
Pfleiderer Group	przeważaj	2016-02-03	23,00	39,10	+70,0%	14,9	12,0	5,1	4,6
Tarczyński	równoważ	2017-05-31	11,20	9,85	-12,1%	8,8	8,4	5,2	4,9
Vistal	niedoważaj	2017-09-11	5,10	1,53	-70,0%	1,8	1,2	6,0	4,9
Budownictwo						**15,1**	**10,1**	**6,6**	**5,0**
Elektrotim	równoważ	2017-09-14	11,98	11,35	-5,3%	12,0	14,7	7,0	8,4
Herkules	przeważaj	2017-06-02	4,17	3,90	-6,5%	11,4	9,8	6,2	5,7
Torpol	przeważaj	2017-09-14	12,05	12,17	+1,0%	30,2	10,3	8,5	4,9
Trakcja	równoważ	2017-09-14	12,80	12,09	-5,5%	10,6	7,3	6,0	4,4
Ulma	równoważ	2016-12-12	63,50	73,50	+15,7%	18,2	12,3	4,2	3,4
ZUE	niedoważaj	2017-09-14	9,20	8,95	-2,7%	64,3	9,8	13,2	5,1
Deweloperzy						**8,7**	**6,7**	**11,5**	**7,6**
Archicom	przeważaj	2017-01-10	15,24	15,00	-1,6%	8,5	6,5	7,7	6,2
BBI Development	równoważ	2017-06-02	0,73	0,83	+13,7%	-	9,6	75,5	7,6
JWC	równoważ	2016-11-09	4,50	4,69	+4,2%	6,8	5,6	6,9	5,7
LC Corp	przeważaj	2014-03-06	1,67	2,70	+61,7%	9,3	5,5	14,7	7,5
Lokum Deweloper	przeważaj	2017-09-14	16,30	16,30	+0,0%	7,3	6,0	6,9	5,3
PA Nova	równoważ	2016-09-12	25,89	24,98	-3,5%	8,7	9,7	11,4	12,2
Polnord	niedoważaj	2017-05-16	10,00	9,24	-7,6%	13,8	12,9	45,0	25,2
Ronson	niedoważaj	2017-03-06	1,80	1,65	-8,3%	17,7	17,3	19,3	18,0
Vantage Development	równoważ	2017-01-10	3,30	3,69	+11,8%	8,7	6,7	11,5	9,3
Handel						**14,6**	**12,2**	**9,5**	**8,0**
Bytom	równoważ	2017-09-13	2,67	2,74	+2,6%	13,8	11,8	11,7	10,9
Gino Rossi	przeważaj	2017-08-25	1,78	1,67	-6,2%	10,0	6,6	6,1	4,8
Monnari	przeważaj	2017-09-13	8,93	8,88	-0,6%	15,9	12,7	8,9	6,9
Vistula	przeważaj	2017-08-25	3,26	3,66	+12,3%	15,4	14,0	10,1	9,0

Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej (2017-09-18)

		P/E			ROE			P/BV			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE BANKI													
Alior Bank	63,0	10,3	20,1	9,4	13%	6%	12%	1,3	1,2	1,0	0,0%	0,0%	0,0%
BZ WBK	358,0	17,3	15,3	13,2	11%	12%	12%	1,9	1,7	1,5	6,0%	1,5%	0,0%
Getin Noble Bank	1,23	-	-	17,0	-1%	-2%	1%	0,2	0,2	0,2	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	67,8	14,7	16,0	12,6	9%	8%	10%	1,3	1,3	1,2	6,9%	6,8%	6,3%
ING BSK	207,0	21,5	18,4	16,3	12%	12%	12%	2,6	2,1	1,8	2,1%	0,0%	1,4%
Millennium	6,7	11,6	12,9	11,3	10%	9%	9%	1,2	1,0	0,9	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	131,2	15,1	14,8	14,1	10%	10%	11%	1,5	1,5	1,5	6,6%	6,6%	6,1%
PKO BP	35,3	15,3	15,0	13,3	9%	8%	9%	1,4	1,2	1,1	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		**15,1**	**15,3**	**13,2**	**10%**	**8%**	**10%**	**1,3**	**1,2**	**1,2**	**1,0%**	**0,0%**	**0,0%**
INWESTORZY POLSKICH BANKÓW													
BCP	0,23	-	20,6	10,3	-1%	4%	6%	0,4	0,6	0,5	0,0%	0,0%	0,9%
Citigroup	70,6	15,0	13,7	11,9	6%	7%	7%	0,9	0,9	0,8	0,6%	1,4%	2,1%
Commerzbank	10,7	17,4	23,1	15,0	2%	1%	3%	0,5	0,5	0,5	0,0%	0,0%	0,8%
ING	15,2	13,1	11,7	11,3	9%	10%	10%	1,2	1,1	1,1	4,5%	4,6%	4,8%
KBC	69,6	13,1	12,0	12,7	15%	15%	13%	1,9	1,7	1,6	4,2%	4,3%	4,4%
Santander	5,6	13,3	12,2	11,0	7%	7%	8%	0,9	0,9	0,8	3,5%	3,8%	4,1%
UCI	17,8	-	14,3	11,7	-13%	7%	6%	0,5	0,7	0,7	0,0%	1,4%	2,0%
Mediana		**13,3**	**13,7**	**11,7**	**6%**	**7%**	**7%**	**0,9**	**0,9**	**0,8**	**0,6%**	**1,4%**	**2,1%**
ZAGRANICZNE BANKI													
Erste Bank*	36,3	12,3	12,6	11,2	11%	10%	10%	1,3	1,2	1,1	1,4%	2,8%	2,6%
Komercni Banka*	980	13,5	12,9	12,5	13%	14%	13%	1,8	1,7	1,6	6,3%	4,1%	4,3%
OTP*	10 390	13,7	11,1	11,4	15%	17%	15%	2,0	1,7	1,6	1,7%	2,7%	2,3%
Banco Popular Espanol	0,32	-	317,0	4,2	-22%	0%	4%	0,1	0,1	0,1	0,0%	0,0%	0,3%
Deutsche Bank	13,8	12,8	13,2	9,0	-3%	3%	5%	0,4	0,4	0,4	0,0%	0,9%	3,0%
Sberbank	188,04	8,0	6,5	6,0	20%	21%	20%	1,5	1,3	1,1	2,5%	4,0%	5,2%
VTB Bank	0,06	20,8	10,4	7,8	4%	6%	9%	0,8	0,6	0,6	1,6%	3,2%	4,8%
Piraeus Bank	3,50	-	19,3	6,4	0%	1%	4%	0,2	0,2	0,2	0,0%	0,0%	0,0%
Alpha Bank	1,77	38,5	11,6	5,7	1%	3%	6%	0,3	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
National Bank of Greece	0,27	-	10,9	6,8	0%	3%	5%	0,3	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,7%
Eurobank Ergasias	0,73	9,2	10,2	5,1	3%	3%	5%	0,3	0,3	0,3	0,0%	0,0%	1,0%
Akbank	10,17	8,7	7,3	6,4	16%	16%	16%	1,3	1,1	0,9	2,2%	2,9%	3,6%
Turkiye Garanti Bank	10,57	9,1	7,3	6,1	15%	16%	16%	1,3	1,1	1,0	1,7%	2,6%	3,0%
Turkiye Halk Bank	12,54	5,4	4,1	3,6	14%	19%	18%	0,7	0,6	0,5	1,4%	1,5%	2,6%
Turkiye Vakiflar Bankasi	6,70	7,0	6,1	4,9	13%	10%	12%	0,9	0,8	0,7	0,6%	0,6%	0,7%
Yapi ve Kredi Bankasi	4,43	6,6	5,5	4,9	12%	12%	12%	0,7	0,6	0,6	0,3%	0,4%	0,9%
Mediana		**9,2**	**10,6**	**6,3**	**11%**	**10%**	**11%**	**0,8**	**0,6**	**0,6**	**1,0%**	**1,2%**	**2,4%**

Wycena spółek ubezpieczeniowych (2017-09-18)

		P/E			ROE			P/BV			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI													
PZU	47,1	20,9	15,1	12,5	15%	17%	17%	3,1	2,1	2,0	4,4%	3,0%	5,3%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI													
Vienna Insurance G.	24,8	11,5	11,9	11,5	6%	6%	6%	0,7	0,6	0,6	3,1%	3,3%	3,4%
Uniqa	8,7	23,3	13,7	12,0	5%	6%	7%	0,9	0,8	0,8	5,6%	5,9%	6,1%
Aegon	4,9	10,7	8,4	7,5	3%	6%	6%	0,5	0,5	0,4	5,4%	5,5%	5,7%
Allianz	185,2	12,4	11,7	11,1	10%	11%	11%	1,2	1,2	1,2	4,0%	4,3%	4,5%
Aviva	5,1	10,1	9,6	9,0	10%	12%	12%	1,2	1,2	1,2	4,6%	5,2%	5,6%
AXA	24,7	10,7	10,0	9,5	8%	9%	9%	0,9	0,8	0,8	4,7%	5,0%	5,3%
Baloise	151,1	14,1	13,4	12,6	9%	9%	9%	1,2	1,2	1,1	3,4%	3,6%	3,7%
Assicurazioni Generali	15,5	11,1	10,4	10,0	9%	9%	10%	1,0	1,0	0,9	5,0%	5,4%	5,7%
Helvetia	516,0	12,7	11,3	10,1	9%	10%	10%	1,0	1,0	1,0	3,9%	4,4%	4,8%
Mapfre	2,9	12,0	10,6	9,8	9%	9%	10%	1,0	1,0	0,9	4,6%	5,3%	5,9%
RSA Insurance	6,3	18,1	14,7	12,3	10%	12%	14%	1,7	1,7	1,6	2,3%	3,4%	4,6%
Zurich Financial	286,4	12,9	13,0	11,8	10%	11%	12%	1,3	1,4	1,3	5,9%	6,2%	6,4%
Mediana		**12,2**	**11,5**	**10,6**	**9%**	**9%**	**10%**	**1,0**	**1,0**	**0,9**	**4,6%**	**5,1%**	**5,4%**

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

Wycena spółek rafineryjnych i gazowych (2017-09-18)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	59,7	5,4	8,8	6,6	0,8	0,6	0,5	10,9	18,7	14,6	14%	7%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
MOL	24 310	5,5	5,9	5,3	1,0	0,8	0,7	9,4	14,5	12,3	17%	13%	13%	2,2%	2,3%	2,4%
PKN Orlen	127,1	6,2	9,2	10,0	0,8	0,6	0,5	10,3	15,7	20,1	12%	6%	5%	1,6%	1,9%	2,3%
HollyFrontier	32,9	12,9	8,7	6,5	0,8	0,6	0,6	65,1	26,3	15,0	6%	7%	10%	4,0%	4,0%	4,1%
Andeavor	103,2	11,2	7,8	6,1	0,9	0,7	0,7	25,2	21,7	14,9	8%	9%	11%	2,0%	2,2%	2,3%
Valero Energy	72,2	7,4	7,0	6,0	0,5	0,4	0,4	19,6	17,6	13,1	7%	6%	7%	3,3%	3,9%	4,2%
Marathon Petroleum	53,6	10,4	8,5	7,5	0,7	0,6	0,6	27,4	19,7	15,9	7%	7%	8%	2,5%	2,8%	3,1%
Phillips 66	88,3	13,0	10,2	8,5	0,6	0,5	0,5	28,8	21,3	15,6	5%	5%	6%	2,8%	3,1%	3,3%
Tupras	122,2	-	-	-	-	-	-	20,6	10,5	10,8	-	-	-	4,0%	7,0%	6,9%
OMV	48,2	6,5	4,9	5,2	1,1	0,9	0,9	14,6	11,3	13,5	17%	19%	17%	2,1%	2,6%	2,8%
Neste Oil	36,2	7,1	7,8	8,2	0,9	0,8	0,8	12,1	14,0	13,8	13%	10%	9%	3,3%	3,6%	3,6%
Hellenic Petroleum	7,4	5,7	5,3	5,9	0,6	0,5	0,5	9,9	6,7	8,8	10%	9%	8%	2,6%	4,8%	4,4%
Saras SpA	2,1	3,7	3,6	4,2	0,3	0,2	0,2	11,4	9,8	13,8	7%	7%	5%	4,6%	5,6%	4,4%
Motor Oil	19,5	5,0	4,9	5,3	0,4	0,4	0,3	9,4	7,4	9,5	8%	7%	7%	4,1%	5,4%	5,3%
Mediana		**6,5**	**7,8**	**6,1**	**0,8**	**0,6**	**0,5**	**13,4**	**15,1**	**13,8**	**8%**	**7%**	**8%**	**2,7%**	**3,3%**	**3,5%**
SPÓŁKI GAZOWE																
A2A SpA	1,4	7,1	7,0	7,1	1,6	1,5	1,5	15,4	12,8	13,1	23%	22%	22%	3,1%	4,2%	4,6%
Centrica	187,3	5,9	5,9	5,9	0,5	0,5	0,5	11,5	11,9	11,4	9%	9%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Enagas	24,0	12,0	10,2	10,4	8,8	7,7	7,8	13,7	12,3	13,4	73%	76%	75%	5,8%	6,1%	6,4%
Endesa	20,0	7,8	7,8	7,6	1,3	1,4	1,3	15,4	15,9	15,0	17%	17%	18%	6,6%	6,7%	6,9%
Engie	14,3	6,1	6,4	6,5	1,0	1,0	1,0	14,3	14,4	14,0	16%	16%	15%	7,0%	4,9%	4,9%
Gas Natural SDG	19,3	7,7	8,2	7,8	1,7	1,7	1,6	14,5	14,9	13,4	21%	21%	21%	5,2%	5,2%	5,4%
Hera SpA	2,7	7,5	7,1	7,0	1,4	1,4	1,3	20,3	17,9	17,3	19%	19%	19%	3,3%	3,6%	3,6%
Snam SpA	4,1	12,9	12,6	12,3	10,4	9,9	9,8	17,5	15,5	15,1	80%	79%	79%	5,1%	5,3%	5,3%
PGNiG	6,8	6,7	5,4	4,6	1,2	1,1	0,9	16,8	12,8	10,4	18%	20%	20%	2,6%	3,5%	4,7%
BP	450,8	7,7	6,0	5,4	0,9	0,7	0,7	33,2	21,3	16,2	11%	12%	13%	0,0%	0,0%	0,0%
Eni	13,5	6,3	4,7	4,1	1,2	1,0	0,9	-	23,5	18,5	19%	22%	23%	5,9%	6,0%	6,0%
Gazprom	122,7	3,7	3,5	3,2	0,8	0,8	0,7	3,3	4,4	3,9	22%	22%	23%	6,4%	6,4%	6,7%
NovaTek	623,0	11,1	10,3	9,4	3,8	3,5	3,4	7,5	10,7	9,3	35%	34%	36%	2%	2%	3%
ROMGAZ	31,1	5,4	4,7	4,2	2,8	2,6	2,4	12,0	8,9	8,1	52%	55%	58%	6,7%	8,7%	9,1%
Shell	24,0	9,2	6,6	6,1	1,3	1,1	1,1	27,8	16,6	14,6	14%	17%	17%	9,4%	9,4%	9,4%
Statoil	152,7	5,7	3,8	3,7	1,8	1,5	1,4	-	17,3	18,4	31%	38%	39%	0,1%	0,1%	0,1%
Total	44,9	8,5	7,7	6,9	1,4	1,3	1,2	17,1	16,0	14,6	16%	17%	18%	6,6%	6,2%	6,4%
Mediana		**7,5**	**6,6**	**6,5**	**1,4**	**1,4**	**1,3**	**15,4**	**14,9**	**14,0**	**19%**	**21%**	**21%**	**5,2%**	**5,2%**	**5,3%**

Wycena spółek energetycznych (2017-09-18)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
EDF	10,1	4,6	5,2	4,8	1,0	1,1	1,1	7,5	15,3	14,0	22%	21%	22%	7,8%	3,7%	3,6%
EDP	3,3	8,6	8,8	8,7	2,1	2,1	2,1	12,9	12,8	12,8	24%	24%	24%	5,8%	5,8%	5,8%
Endesa	20,0	7,8	7,8	7,6	1,3	1,4	1,3	15,4	15,9	15,0	17%	17%	18%	6,6%	6,7%	6,9%
Enel	5,2	7,1	6,9	6,6	1,4	1,5	1,4	16,1	14,5	13,0	20%	21%	22%	3,5%	4,3%	5,2%
EON	9,2	9,8	9,6	9,7	1,3	1,2	1,2	21,7	14,6	14,4	13%	13%	13%	2,3%	3,3%	3,9%
Fortum	16,2	13,3	10,9	10,5	3,9	3,3	3,1	25,9	23,1	21,7	30%	31%	29%	4,7%	5,4%	4,6%
Iberdola	6,7	9,7	9,3	8,5	2,4	2,4	2,2	16,5	15,4	14,3	24%	26%	26%	4,4%	4,9%	5,0%
National Grid	947,5	10,2	9,2	10,9	3,7	3,5	3,6	15,4	13,8	15,7	36%	38%	33%	0,0%	0,0%	0,0%
Red Electrica	18,1	10,0	9,7	9,5	7,6	7,4	7,3	15,2	14,6	13,9	76%	76%	76%	4,7%	5,1%	5,4%
RWE	20,2	7,4	7,3	7,5	0,9	0,9	0,9	18,2	10,9	12,2	11%	12%	12%	0,8%	4,0%	2,7%
SSE	1407,0	9,6	9,3	9,2	0,7	0,8	0,7	12,0	11,4	11,9	7%	8%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbund	19,1	10,2	12,4	13,7	3,5	3,7	3,7	20,2	22,1	26,7	34%	30%	27%	1,4%	1,7%	1,5%
CEZ	436,0	6,5	7,0	7,0	1,9	1,9	1,9	16,4	12,7	14,5	29%	28%	28%	9,1%	7,6%	7,1%
PGE	13,5	4,1	5,5	4,6	1,1	1,7	1,6	9,8	8,1	6,8	26%	30%	35%	1,9%	0,0%	0,0%
Tauron	3,9	4,6	4,5	5,0	0,9	1,0	1,0	18,6	4,5	5,1	19%	21%	20%	0,0%	0,0%	0,0%
Enea	15,0	5,1	5,3	4,6	1,1	1,2	1,1	8,4	7,1	6,6	21%	23%	25%	0,0%	1,7%	2,1%
Energa	13,7	5,1	5,1	4,7	1,0	1,0	0,9	37,5	7,8	7,3	20%	19%	20%	3,6%	1,4%	1,9%
ZE PAK*	13,3	2,0	2,3	2,5	0,4	0,5	0,5	2,5	3,5	3,0	21%	20%	20%	0,0%	6,0%	6,0%
Mediana		**7,6**	**7,6**	**7,6**	**1,3**	**1,4**	**1,4**	**15,7**	**13,3**	**13,4**	**21%**	**22%**	**23%**	**2,9%**	**3,8%**	**3,8%**

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

Wycena spółek nawozowych i chemicznych (2017-09-18)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Acron	3 650	5,8	6,6	6,4	2,7	2,3	2,2	5,7	7,9	8,0	47%	34%	34%	8,2%	8,4%	8,3%
Uralkali	144,1	9,9	9,4	9,8	5,2	4,9	5,0	5,5	7,1	6,9	53%	52%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Agrium	108,0	11,9	11,3	10,0	1,5	1,5	1,4	22,4	22,0	18,3	12%	13%	14%	3,2%	3,3%	3,3%
Phosagro	2 345	5,6	6,5	6,0	2,2	2,3	2,1	7,0	8,8	8,3	38%	35%	36%	6,6%	5,6%	6,1%
K+S	21,7	12,1	9,1	6,8	1,9	1,7	1,5	31,6	24,0	14,0	15%	18%	22%	1,9%	1,9%	2,9%
Yara International	363,0	7,9	9,0	7,3	1,2	1,2	1,1	17,4	22,0	16,0	15%	13%	15%	3,3%	2,6%	3,0%
The Mosaic Company	21,3	10,3	10,1	8,1	1,5	1,5	1,4	31,4	26,8	18,7	15%	15%	17%	5,2%	3,4%	2,8%
Potash	19,2	14,4	14,2	12,7	5,2	5,2	4,9	37,8	31,2	28,4	36%	36%	39%	5,1%	2,1%	2,2%
CF Industries	35,1	16,2	16,7	12,6	4,2	4,0	3,8	44,3	-	-	26%	24%	30%	3,4%	3,4%	3,4%
Israel Chemicals	1570,0	8,7	8,5	7,6	1,7	1,6	1,6	14,0	14,6	12,1	19%	19%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Grupa Azoty	67,2	7,6	6,7	6,6	0,8	0,8	0,8	19,4	13,5	14,5	11%	12%	12%	1,3%	1,2%	1,5%
ZA Police*	20,6	8,1	7,3	6,3	0,7	0,7	0,6	-	10,8	8,7	9%	10%	10%	0,0%	1,7%	2,2%
ZCh Puławy*	177,0	5,0	5,0	4,6	0,8	0,7	0,7	10,8	10,1	10,3	16%	15%	16%	5,9%	4,8%	7,1%
Mediana		**8,7**	**9,0**	**7,3**	**1,7**	**1,6**	**1,5**	**18,4**	**14,1**	**13,1**	**16%**	**18%**	**21%**	**3,3%**	**2,6%**	**2,9%**
SPÓŁKI CHEMICZNE																
Ciech	67,0	5,3	6,0	6,7	1,3	1,2	1,2	6,0	9,9	12,7	26%	21%	18%	4,3%	0,0%	5,6%
Akzo Nobel	78,7	10,3	9,9	9,6	1,5	1,5	1,5	18,7	18,3	17,7	15%	15%	15%	2,1%	4,6%	2,9%
BASF	87,5	9,3	8,1	7,9	1,7	1,5	1,5	18,2	15,0	14,9	18%	19%	19%	3,4%	3,6%	3,7%
Croda	3737,0	15,5	13,8	12,9	4,4	3,9	3,8	24,3	21,6	20,2	28%	28%	29%	0,0%	0,0%	0,0%
Dow Chemical	66,7	10,0	9,0	8,4	2,0	1,8	1,7	18,3	16,4	15,0	20%	20%	20%	2,8%	2,9%	3,1%
Sisecam	4,1	-	-	-	-	-	-	14,0	10,5	10,0	-	-	-	2,3%	2,9%	3,5%
Soda Sanayii	5,2	-	-	-	-	-	-	9,1	7,5	8,1	-	-	-	6,1%	5,5%	6,1%
Solvay	128,7	7,5	7,4	7,1	1,6	1,5	1,5	16,1	15,6	14,7	21%	21%	21%	2,6%	2,7%	2,8%
Tata Chemicals	644,5	11,0	10,1	9,8	1,3	1,6	1,6	23,2	18,2	15,7	12%	15%	16%	1,7%	1,7%	1,9%
Tessenderlo Chemie	40,8	9,2	8,5	7,7	1,2	1,1	1,1	20,0	14,9	13,3	13%	13%	14%	0,0%	0,0%	0,0%
Wacker Chemie	112,7	6,5	7,5	7,1	1,3	1,5	1,4	34,3	30,8	23,3	20%	19%	20%	1,7%	2,5%	2,2%
Mediana		**9,3**	**8,5**	**7,9**	**1,5**	**1,5**	**1,5**	**18,3**	**15,6**	**14,9**	**20%**	**19%**	**19%**	**2,3%**	**2,7%**	**2,9%**

Wycena spółek sektora elektromaszynowego (2017-09-18)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Atlas Copco	328,7	18,0	14,7	13,8	4,1	3,6	3,5	28,8	23,1	21,4	23%	25%	25%	2,0%	2,3%	2,3%
Caterpillar	123,8	20,7	15,9	13,6	2,6	2,4	2,3	38,0	24,2	19,2	13%	15%	17%	2,5%	2,5%	2,6%
Duro Felguera	0,62	12,3	11,0	9,7	0,5	0,6	0,5	21,4	13,2	9,1	4%	5%	6%	0,8%	3,5%	4,8%
Komatsu	3097,0	10,7	12,7	10,6	1,8	2,0	1,5	21,5	29,3	23,4	17%	16%	15%	1,9%	1,9%	1,9%
Sandvig AG	137,1	13,2	11,0	10,3	2,5	2,2	2,2	26,0	19,2	17,4	19%	20%	21%	1,9%	2,3%	2,6%
Mediana		**13,2**	**12,7**	**10,6**	**2,5**	**2,2**	**2,2**	**26,0**	**23,1**	**19,2**	**17%**	**16%**	**17%**	**1,9%**	**2,3%**	**2,6%**

Wycena spółek górniczych (2017-09-18)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
KGHM	119,4	-	4,6	4,7	1,6	1,4	1,4	-	7,1	7,8	-	30%	29%	1,3%	0,8%	5,6%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Anglo American	1296,5	6,2	4,9	5,5	1,8	1,6	1,6	12,5	8,3	10,9	29%	32%	29%	0,0%	0,0%	0,0%
Antofagasta	953,5	9,8	8,1	8,0	4,3	3,8	3,6	36,1	26,1	24,4	44%	47%	45%	0,0%	0,0%	0,0%
BHP Billiton	26,3	12,1	6,9	7,4	4,6	3,7	3,7	-	15,4	17,8	38%	53%	50%	1,0%	2,6%	2,2%
Boliden	274,8	9,1	6,7	7,1	2,1	1,8	1,8	20,1	11,8	12,9	23%	26%	26%	1,6%	2,9%	2,8%
First Quantum	13,5	12,8	11,5	8,1	4,8	3,9	3,3	38,7	-	15,0	38%	34%	41%	0,1%	0,1%	0,1%
Freeport-McMoRan	14,1	7,4	7,1	5,9	2,4	2,5	2,3	41,8	14,6	10,5	32%	35%	39%	0,0%	0,0%	0,9%
Hudbay Min	9,4	6,4	5,5	4,8	2,6	2,3	2,2	53,4	18,0	10,1	41%	42%	46%	0,2%	0,2%	0,2%
Lundin Min	8,8	10,3	6,5	6,8	3,9	3,1	3,1	-	21,3	20,4	38%	48%	46%	0,0%	0,9%	1,1%
MMC Norilsk Nickel	16,5	8,5	7,9	6,8	4,0	3,7	3,3	11,6	11,5	9,8	47%	46%	49%	7,4%	9,0%	9,9%
OZ Minerals	7,9	4,5	3,9	4,7	2,0	1,9	2,0	20,4	15,4	23,4	46%	48%	43%	1,9%	1,9%	1,7%
Rio Tinto	3500,0	7,8	5,9	6,7	3,0	2,7	2,8	17,6	11,2	13,6	38%	45%	42%	0,0%	0,0%	0,0%
Sandfire Resources	5,9	5,2	4,0	3,8	1,9	1,8	1,7	16,6	11,7	10,0	36%	44%	45%	1,8%	2,5%	2,9%
Southern CC	39,9	16,2	12,1	10,8	6,6	5,7	5,3	35,5	23,7	20,3	41%	47%	49%	0,5%	1,2%	2,7%
Vedanta Resources	813,5	7,4	5,3	4,1	1,6	1,5	1,3	-	18,8	11,6	21%	28%	30%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		**8,2**	**6,6**	**6,7**	**2,8**	**2,6**	**2,6**	**20,4**	**15,4**	**13,2**	**38%**	**44%**	**44%**	**0,1%**	**0,5%**	**1,0%**

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

Wycena europejskich operatorów narodowych (2017-09-18)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
Netia	3,9	3,5	4,0	4,4	1,0	1,1	1,2	39,9	-	-	28%	27%	26%	12,4%	5,2%	5,2%
Orange Polska	5,3	10,1	4,5	4,6	1,2	1,2	1,2	-	-	41,5	12%	26%	26%	4,7%	0,0%	0,0%
Mediana		**6,8**	**4,3**	**4,5**	**1,1**	**1,1**	**1,2**	**39,9**	**-**	**41,5**	**20%**	**27%**	**26%**	**9%**	**2,6%**	**2,6%**
OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI																
Proximus	28,8	6,6	6,6	6,4	2,0	2,0	2,0	16,3	16,0	15,3	30%	31%	31%	5,2%	5,2%	5,2%
Telefonica CP	274,0	8,6	8,7	8,5	2,4	2,4	2,4	16,2	16,2	16,0	28%	27%	28%	6,9%	7,0%	7,3%
Hellenic Telekom	10,1	4,4	4,4	4,3	1,5	1,5	1,5	21,4	20,6	17,0	34%	34%	34%	1,3%	1,9%	2,5%
Matav	477,0	4,7	5,0	5,0	1,5	1,6	1,6	9,8	14,8	13,1	33%	32%	32%	5,2%	5,2%	7,3%
Telecom Austria	8,2	6,0	5,9	5,8	1,9	1,9	1,8	18,4	16,2	15,6	32%	32%	32%	2,4%	2,3%	2,4%
Mediana		**6,0**	**5,9**	**5,8**	**1,9**	**1,9**	**1,8**	**16,3**	**16,2**	**15,6**	**32%**	**32%**	**32%**	**5,2%**	**5,2%**	**5,2%**
OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI																
BT	287,6	6,0	5,2	5,2	2,1	1,6	1,6	9,1	10,1	10,2	35%	32%	31%	0,0%	0,0%	0,0%
DT	15,1	6,1	5,8	5,6	1,8	1,7	1,7	17,6	17,2	14,9	30%	30%	30%	4,0%	4,3%	4,7%
KPN	3,0	8,2	8,2	8,1	2,9	3,0	3,0	32,2	25,8	23,5	36%	36%	37%	10,0%	4,3%	4,7%
Orange	14,0	5,1	5,0	4,9	1,6	1,5	1,5	13,9	13,8	12,7	31%	31%	31%	4,3%	4,7%	5,0%
Swisscom	483,0	7,8	7,9	8,0	2,9	2,9	2,9	16,6	16,9	16,9	37%	36%	36%	4,6%	4,6%	4,6%
Telefonica S.A.	9,2	6,6	6,3	6,1	2,0	2,0	2,0	14,6	12,2	10,9	31%	32%	32%	6,0%	4,4%	4,7%
Telia Company	37,7	8,7	8,7	8,6	2,7	2,8	2,8	12,5	12,8	11,9	31%	32%	33%	5,4%	5,4%	5,5%
TI	0,8	5,7	5,3	5,2	2,4	2,3	2,3	11,0	11,2	10,5	42%	43%	44%	0,0%	0,1%	0,6%
Mediana		**6,4**	**6,0**	**5,9**	**2,2**	**2,1**	**2,1**	**14,2**	**13,3**	**12,3**	**33%**	**32%**	**33%**	**4,4%**	**4,4%**	**4,7%**

Wycena spółek mediowych (2017-09-18)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
Agora	17,1	7,4	7,0	6,7	0,7	0,7	0,7	-	-	51,2	10%	10%	10%	4,4%	2,9%	4,4%
Cyfrowy Polsat	25,5	7,6	7,5	7,2	2,8	2,7	2,6	15,7	17,5	14,6	37%	36%	36%	0,0%	1,3%	1,9%
Mediana		**7,5**	**7,3**	**6,9**	**1,8**	**1,7**	**1,6**	**15,7**	**17,5**	**32,9**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
DZIENNIKI																
Arnolgo Mondadori	1,9	8,6	7,5	7,3	0,6	0,6	0,6	19,3	15,2	12,9	7%	9%	9%	0,0%	1,4%	1,6%
Axel Springer	53,0	12,5	11,5	10,4	2,2	2,1	2,1	22,3	20,2	18,2	18%	19%	20%	3,5%	3,7%	3,8%
Daily Mail	611,5	9,2	11,1	11,4	1,6	1,8	1,9	11,6	11,9	11,6	17%	16%	16%	0,0%	0,0%	0,0%
Gruppo Editorial	0,8	7,3	6,5	5,8	0,6	0,5	0,6	18,7	17,4	13,5	9%	8%	10%	1,8%	1,6%	2,2%
New York Times	19,4	14,6	12,7	12,0	2,2	2,1	2,0	37,5	28,0	26,0	15%	16%	17%	0,8%	0,8%	0,8%
Promotora de Inform	3,3	7,0	6,7	6,1	1,4	1,4	1,3	5,9	6,4	4,9	20%	20%	22%	-	0,0%	-
Trinity Mirror	86,5	1,9	2,1	2,1	0,4	0,5	0,5	2,4	2,5	2,6	21%	22%	22%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		**8,6**	**7,5**	**7,3**	**1,4**	**1,4**	**1,3**	**18,7**	**15,2**	**12,9**	**17%**	**16%**	**17%**	**0,4%**	**0,8%**	**1,2%**
TV																
Atresmedia Corp	8,5	10,3	9,7	9,0	2,0	2,0	1,9	13,9	12,7	11,8	20%	20%	21%	6,0%	8,5%	7,2%
Gestevision Telecinco	9,4	12,4	11,7	10,8	3,0	3,0	2,9	17,5	16,3	15,0	24%	26%	27%	5,7%	5,9%	6,5%
ITV PLC	157,6	7,9	8,2	8,0	2,3	2,3	2,2	9,7	10,1	9,9	29%	28%	28%	0,0%	0,0%	0,0%
M6-Metropole Tel	19,6	8,4	6,8	6,3	1,8	1,7	1,6	20,8	17,1	15,8	22%	25%	25%	4,4%	4,6%	4,8%
Mediaset SPA	2,9	14,6	5,0	4,6	1,4	1,4	1,4	-	22,1	12,6	10%	27%	31%	0,6%	3,0%	5,1%
Modern Times	286,4	14,3	13,4	11,1	1,3	1,3	1,2	21,9	21,5	17,7	9%	9%	10%	4,1%	4,3%	4,5%
Prosieben	27,9	8,4	7,9	7,5	2,2	2,0	1,9	11,6	11,1	10,6	27%	26%	26%	7,0%	7,2%	7,6%
RTL Group	63,3	7,8	7,8	7,5	1,8	1,7	1,6	13,0	12,8	12,4	23%	22%	22%	6,3%	6,5%	6,4%
TF1-TV Francaise	12,1	7,9	6,6	6,8	1,1	1,1	1,1	33,5	19,4	21,1	14%	16%	16%	2,8%	3,0%	3,0%
Mediana		**8,4**	**7,9**	**7,5**	**1,8**	**1,7**	**1,6**	**15,7**	**16,3**	**12,6**	**22%**	**25%**	**25%**	**4,4%**	**4,6%**	**5,1%**
PAY TV																
Sky PLC	925,5	9,6	10,2	9,5	1,8	1,6	1,6	14,8	16,0	14,3	19%	16%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
Cogeco	90,4	7,6	7,4	6,8	3,4	3,3	3,1	17,6	14,9	14,9	45%	45%	45%	1,7%	1,9%	2,0%
Comcast	37,1	8,9	8,3	7,8	2,9	2,8	2,6	21,3	18,3	16,6	33%	33%	33%	1,5%	1,7%	1,9%
Dish Network	52,9	11,5	11,9	13,0	2,4	2,5	2,6	17,7	21,2	22,1	21%	21%	20%	0,0%	0,0%	0,0%
Liberty Global	33,1	9,3	10,7	9,9	4,3	5,0	4,8	-	-	43,5	47%	47%	48%	0,0%	0,0%	0,0%
Shaw Communications	22,6	8,9	8,9	9,0	3,9	3,6	3,7	18,8	22,3	21,2	44%	41%	41%	6,5%	7,3%	6,6%
Mediana		**9,1**	**9,5**	**9,2**	**3,2**	**3,1**	**2,8**	**17,7**	**18,3**	**18,9**	**38%**	**37%**	**37%**	**0,7%**	**0,8%**	**0,9%**

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

Wycena spółek IT (2017-09-18)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
AB*	27,5	7,0	6,6	6,3	0,1	0,1	0,1	7,1	6,4	6,0	2%	1%	1%	2,9%	3,2%	3,3%
Asseco Poland	47,3	7,0	7,2	6,5	0,9	0,9	0,8	13,0	14,4	13,9	13%	12%	13%	6,4%	6,4%	6,4%
Comarch*	168,8	7,5	7,1	6,5	1,2	1,0	1,0	19,0	17,0	14,4	16%	14%	15%	0,0%	0,9%	5,9%
Sygnity*	2,9	2,9	-	-	0,2	-	0,2	3,3	-	14,3	6%	-	-	-	-	-
Mediana		**7,0**	**7,1**	**6,5**	**0,6**	**0,9**	**0,5**	**10,1**	**14,4**	**14,1**	**10%**	**12%**	**13%**	**2,9%**	**3,2%**	**5,9%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atos Origin	129,8	9,6	8,3	7,8	1,2	1,1	1,0	18,3	15,8	14,5	12%	13%	13%	1,0%	1,4%	1,5%
CapGemini	100,5	11,1	10,7	9,9	1,5	1,4	1,4	18,9	16,9	15,7	13%	13%	14%	1,4%	1,7%	1,8%
IBM	144,6	9,1	8,7	8,4	2,1	2,2	2,2	10,7	10,5	10,5	23%	25%	26%	3,8%	4,0%	4,2%
Indra Sistemas	13,6	13,7	11,0	9,0	1,1	1,0	0,9	27,1	19,6	14,4	8%	9%	11%	0,0%	0,3%	0,9%
Microsoft	75,2	15,4	13,9	13,4	5,7	5,4	5,0	28,2	24,8	23,4	37%	39%	37%	1,9%	2,1%	2,2%
Oracle	48,3	11,3	11,2	10,2	5,1	5,0	4,8	18,4	18,3	16,3	45%	45%	47%	1,2%	1,3%	1,4%
SAP	92,1	15,1	15,8	14,5	5,3	4,9	4,6	24,3	22,2	20,2	35%	31%	32%	1,3%	1,5%	1,6%
TietoEnator	26,1	10,0	10,3	9,5	1,3	1,3	1,3	16,7	15,6	14,9	13%	13%	13%	4,9%	5,1%	5,4%
Mediana		**11,2**	**10,9**	**9,7**	**1,8**	**1,8**	**1,8**	**18,7**	**17,6**	**15,3**	**18%**	**19%**	**20%**	**1,4%**	**1,6%**	**1,7%**

Wycena spółek budowlanych (2017-09-18)

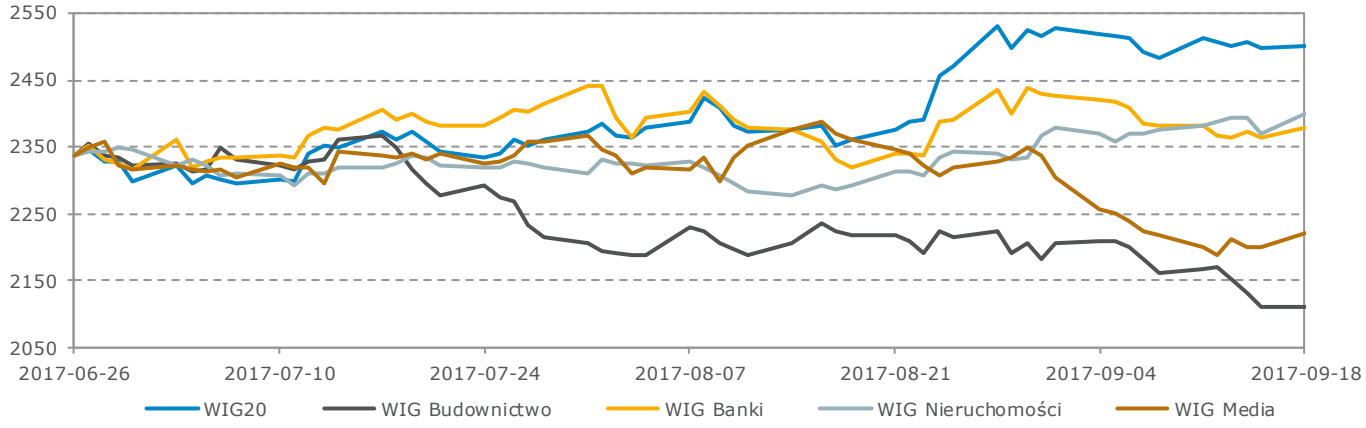
		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
Budimex	214,0	5,3	5,0	5,7	0,5	0,5	0,5	13,3	12,1	12,4	10%	9%	8%	3,8%	7,0%	8,1%
Elektrobudowa	103,1	5,2	5,0	5,0	0,4	0,4	0,4	8,9	10,0	10,6	8%	8%	7%	3,9%	9,7%	6,0%
Elektrotim	11,4	19,0	7,0	8,4	0,4	0,4	0,4	-	12,0	14,7	2%	6%	5%	10,9%	3,1%	7,0%
Erbud	26,4	3,4	4,3	4,1	0,1	0,1	0,1	-	10,6	10,4	3%	3%	3%	4,5%	4,4%	4,7%
Herkules	3,9	7,2	6,2	5,7	2,0	1,9	1,8	16,5	11,4	9,8	28%	31%	32%	4,1%	4,1%	4,1%
Torpol	12,2	6,4	8,5	4,9	0,3	0,4	0,2	27,1	30,2	10,3	4%	4%	5%	5,7%	3,6%	2,6%
Trakcja	12,1	6,2	6,0	4,4	0,4	0,4	0,3	11,4	10,6	7,3	7%	6%	6%	2,8%	4,1%	4,1%
Ulma Construccion	73,5	4,8	4,2	3,4	1,8	1,5	1,3	30,0	18,2	12,3	36%	36%	39%	0,0%	7,3%	3,4%
Unibep	12,4	10,6	7,1	7,2	0,4	0,3	0,3	13,8	10,4	10,8	3%	4%	4%	1,4%	1,6%	3,0%
ZUE	9,0	11,5	13,2	5,1	0,3	0,4	0,3	-	64,3	9,8	3%	3%	5%	3,6%	0,0%	0,8%
Mediana		**6,3**	**6,1**	**5,1**	**0,4**	**0,4**	**0,3**	**13,8**	**11,7**	**10,5**	**6%**	**6%**	**6%**	**3,8%**	**4,1%**	**4,1%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Acciona	69,8	8,3	7,7	7,4	1,6	1,5	1,5	25,8	16,1	14,4	20%	20%	20%	3,7%	4,2%	4,4%
Astaldi	6,0	4,4	4,6	4,5	0,6	0,5	0,5	6,2	6,0	5,4	13%	11%	11%	3,4%	3,7%	4,0%
Ferrovial	19,0	22,1	20,8	20,6	1,9	1,7	1,7	44,9	36,8	34,8	9%	8%	8%	3,9%	4,0%	4,1%
Hochtief	148,2	8,9	7,7	7,3	0,5	0,4	0,4	27,3	21,8	20,1	5%	5%	5%	1,6%	2,1%	2,3%
Mota Engil	2,9	6,5	5,9	5,3	0,9	0,9	0,8	11,7	29,2	11,8	14%	15%	15%	1,7%	2,9%	4,2%
NCC	207,5	10,1	7,7	7,9	0,4	0,4	0,4	19,7	14,0	14,3	4%	5%	5%	3,6%	4,3%	4,6%
Skanska	180,4	7,5	8,6	8,5	0,4	0,4	0,4	12,2	14,0	15,4	6%	5%	5%	4,4%	4,6%	4,8%
Strabag	36,7	4,3	4,4	4,3	0,3	0,3	0,3	15,3	14,1	13,0	7%	7%	7%	2,7%	2,8%	3,1%
Mediana		**7,9**	**7,7**	**7,3**	**0,5**	**0,5**	**0,4**	**17,5**	**15,1**	**14,3**	**8%**	**7%**	**7%**	**3,5%**	**3,8%**	**4,2%**

Wycena spółek deweloperskich (2017-09-18)

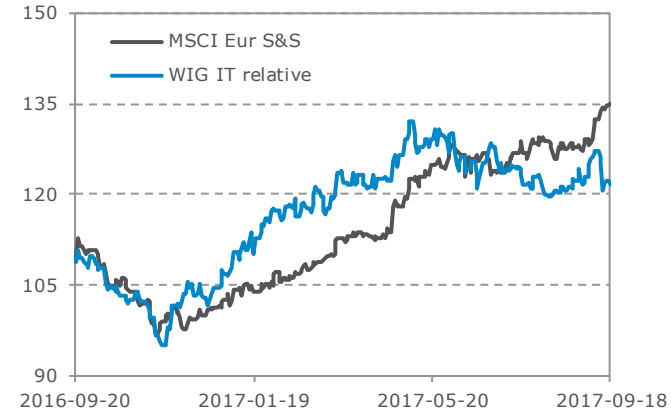
		EV/EBITDA			P/BV			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
BBI Development	0,8	-	-	7,6	0,4	0,4	0,4	-	-	9,6	2%	11%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
Dom Development	86,1	12,8	9,6	8,2	2,3	2,2	2,1	17,0	11,9	10,3	14%	17%	18%	3,8%	5,9%	8,4%
Echo Investment	5,4	4,2	11,9	10,1	1,5	1,3	1,2	5,7	9,9	8,0	127%	68%	54%	110%	12%	9,3%
GTC	9,7	11,5	10,7	15,0	1,3	1,2	1,1	6,6	8,5	12,4	129%	122%	79%	0,0%	0,2%	0,1%
J.W. Construction	4,7	12,7	6,9	5,7	0,6	0,6	0,5	16,7	6,8	5,6	11%	19%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
PA Nova	25,0	12,9	11,4	12,2	0,8	0,8	0,7	9,3	8,7	9,7	27%	30%	27%	3,0%	3,0%	6,0%
Polnord	9,2	-	45,0	25,2	0,4	0,4	0,4	-	13,8	12,9	-	4%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
Robyg	3,3	10,3	7,4	4,9	1,5	1,5	1,3	8,0	9,7	5,9	24%	21%	22%	6,0%	8,1%	8,1%
Ronson	1,7	5,0	19,3	18,0	0,8	0,8	0,8	4,2	17,7	17,3	18%	10%	12%	4,8%	11,5%	6,1%
Mediana		**11,5**	**11,1**	**10,1**	**0,8**	**0,8**	**0,8**	**8,0**	**9,8**	**9,7**	**21%**	**19%**	**19%**	**3%**	**3%**	**6%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atrium European RE	4,0	15,6	14,7	13,9	0,7	0,8	0,7	13,1	12,3	11,7	76%	81%	83%	6,8%	7,7%	7,0%
CA Immobilien Anlagen	24,2	24,2	24,0	22,3	1,0	1,0	1,0	27,2	20,9	19,9	91%	84%	85%	2,4%	3,1%	3,5%
Deutsche Euroshop AG	33,0	18,8	17,3	16,8	0,9	0,9	0,9	14,1	12,9	12,9	89%	91%	91%	4,2%	4,4%	4,5%
Immofinanz AG	2,3	-	66,6	48,2	0,8	0,9	0,9	-	27,1	45,0	37%	37%	42%	2,7%	2,7%	2,7%
Klepierre	33,2	22,4	20,9	20,2	1,0	0,9	0,9	14,6	14,0	13,2	80%	84%	83%	5,4%	5,8%	6,1%
Segro	532,0	27,6	23,9	21,5	1,1	1,0	1,0	28,4	27,3	25,0	77%	79%	79%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibail Rodamco SE	206,7	24,7	24,0	23,1	1,1	1,1	1,0	18,4	17,3	16,4	88%	88%	89%	4,9%	5,2%	5,5%
Mediana		**23,3**	**23,9**	**21,5**	**1,0**	**0,9**	**0,9**	**16,5**	**17,3**	**16,4**	**80%**	**84%**	**83%**	**4,2%**	**4,4%**	**4,5%**

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

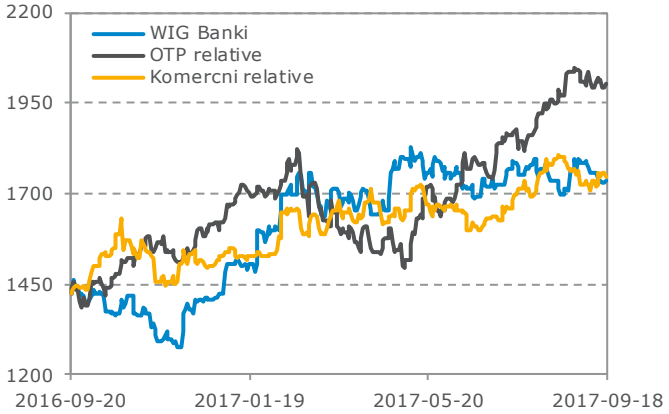
Notowania indeksów sektorowych na tle WIG20



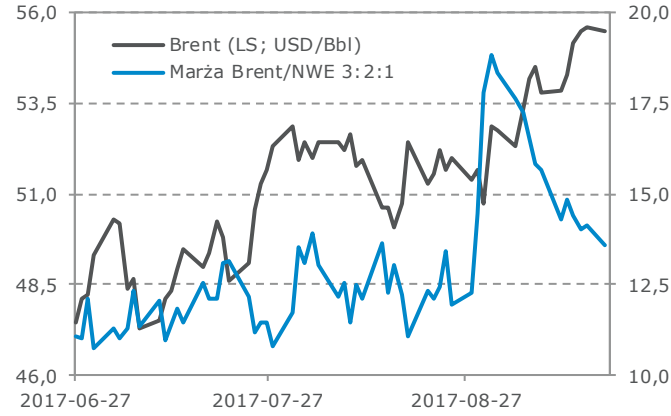
WIG IT na tle MSCI Europe Software & Services (USD)



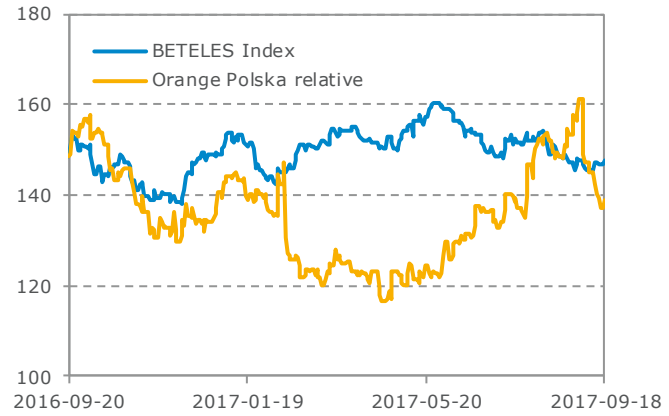
OTP Bank i Komercni Banka na tle WIG Banki (EUR)



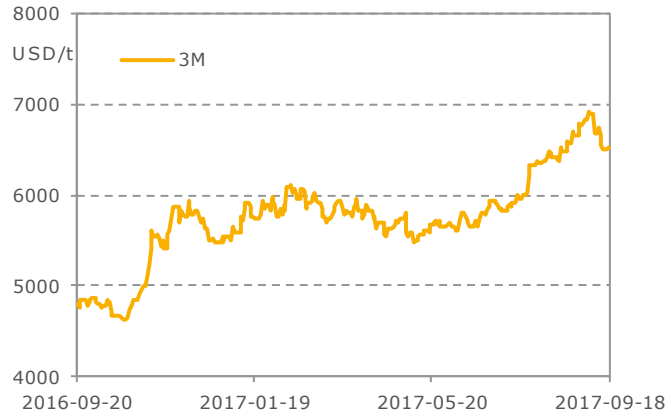
Cena ropy Brent i marża Brent/NWE 3:2:1 (USD; PS)



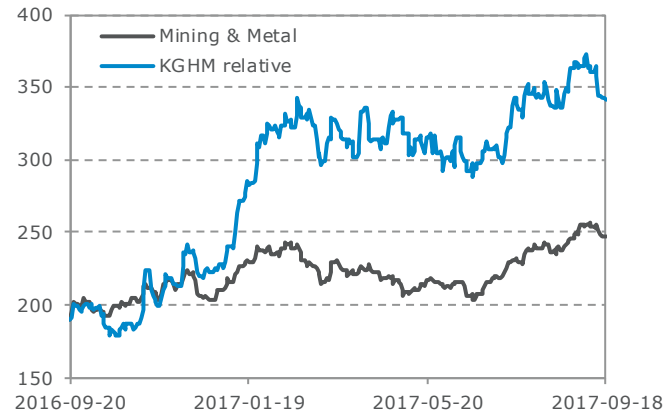
Orange Polska na tle indeksu BETELES (EUR)



Cena miedzi na LME



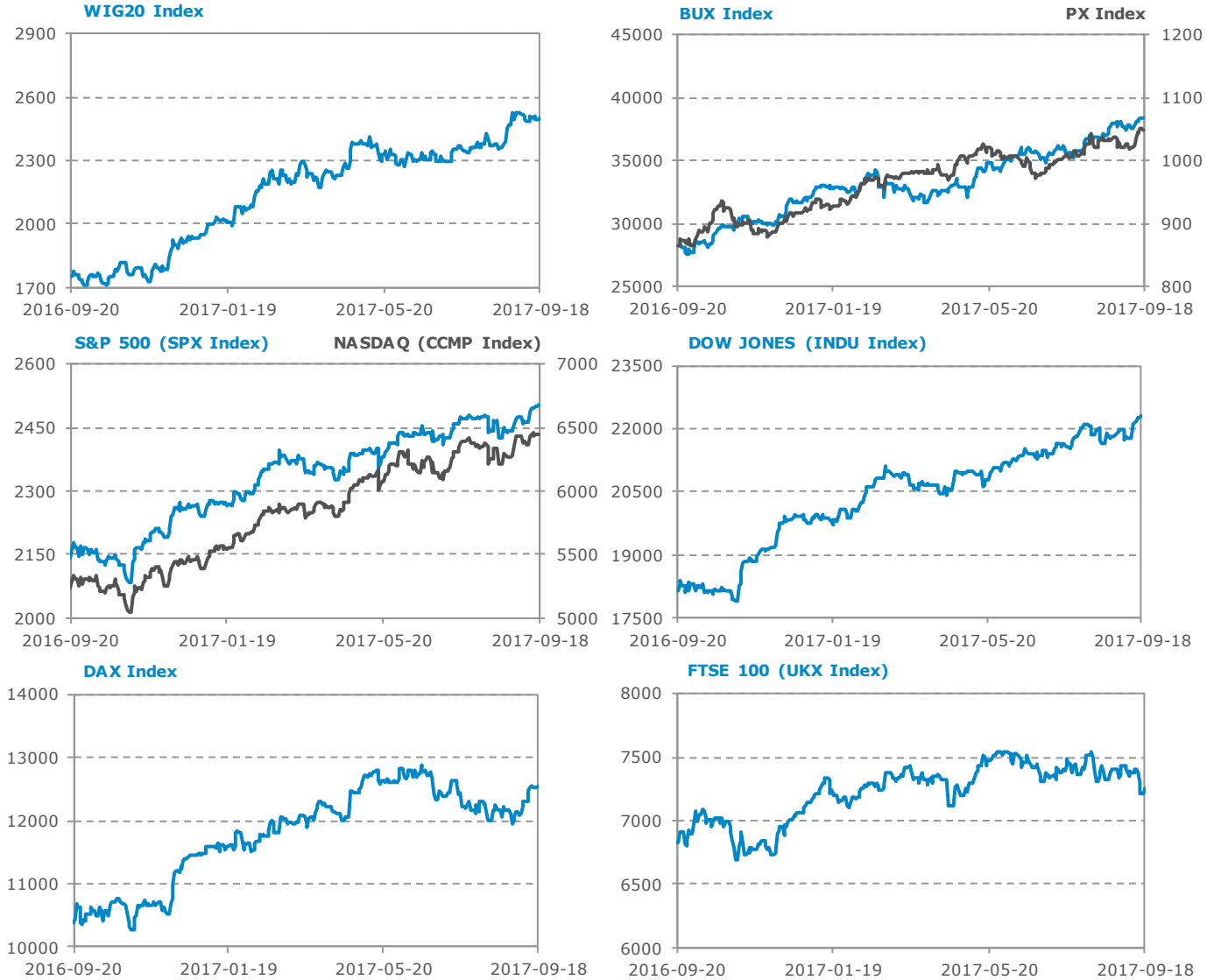
KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)



Źródło: Bloomberg

Przegląd rynków zagranicznych

Indeks	Sesja z dnia	Otwarcie	Maksimum	Minimum	Zamknięcie	Zmiana %
DJIA	2017-09-18	22 297,92	22 355,62	22 283,35	22 331,35	+0,28%
S&P 500	2017-09-18	2 502,51	2 508,32	2 499,92	2 503,87	+0,15%
NASDAQ	2017-09-18	6 460,10	6 477,77	6 438,41	6 454,64	+0,10%
DAX	2017-09-18	12 593,55	12 613,56	12 537,07	12 559,39	+0,32%
CAC 40	2017-09-18	5 231,99	5 239,88	5 221,56	5 229,32	+0,30%
FTSE 100	2017-09-18	7 215,47	7 257,45	7 215,47	7 253,28	+0,52%
WIG20	2017-09-18	2 503,74	2 525,41	2 497,10	2 501,75	+0,14%
BUX	2017-09-18	38 325,31	38 554,44	38 304,72	38 387,22	+0,16%
PX	2017-09-18	1 051,07	1 051,96	1 047,78	1 049,02	-0,20%
RTS	2017-09-18	1 524,29	1 532,69	1 517,24	1 518,02	-0,48%
SOFIX	2017-09-18	680,83	680,83	659,93	669,32	-1,69%
BET	2017-09-18	8 013,32	8 089,00	7 992,84	7 995,97	-0,22%
XU100	2017-09-18	108 016,93	108 073,90	106 534,60	106 534,60	-1,12%
BETELES	2017-09-18	146,82	148,16	146,82	147,59	+0,68%
NIKKEI	2017-09-15	19 793,80	19 933,40	19 787,65	19 909,50	+0,52%
SHCOMP	2017-09-18	3 352,51	3 371,75	3 352,51	3 362,86	+0,28%
Miedź	2017-09-18	6 506,50	6 584,50	6 502,00	6 527,00	+0,31%
Ropa	2017-09-18	55,20	55,59	54,50	55,08	-0,40%
USD/PLN	2017-09-18	3,5810	3,5996	3,5771	3,5907	+0,30%
EUR/PLN	2017-09-18	4,2752	4,2956	4,2735	4,2920	+0,38%
EUR/USD	2017-09-18	1,1946	1,1969	1,1915	1,1954	+0,08%
USBonds10	2017-09-18	2,2058	2,2358	2,2058	2,2287	+0,0264
GRBonds10	2017-09-18	0,4340	0,4650	0,4260	0,4550	+0,0220
PLBonds10	2017-09-18	3,2530	3,3340	3,2210	3,2660	+0,0320

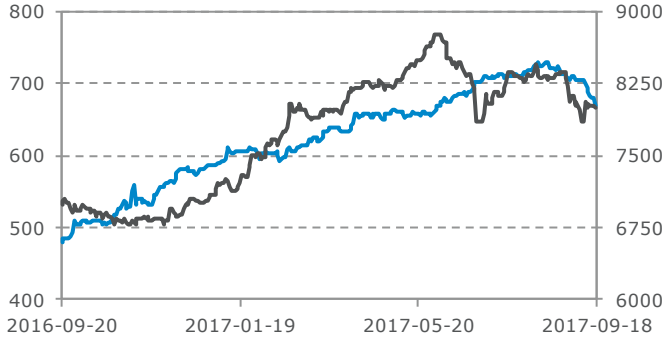


Źródło: Bloomberg

CAC 40 Index



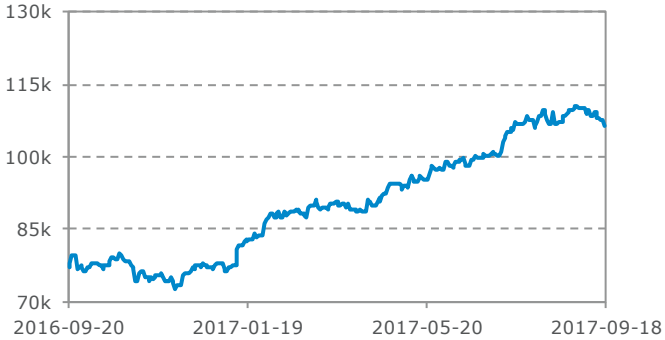
SOFIX Index BET Index



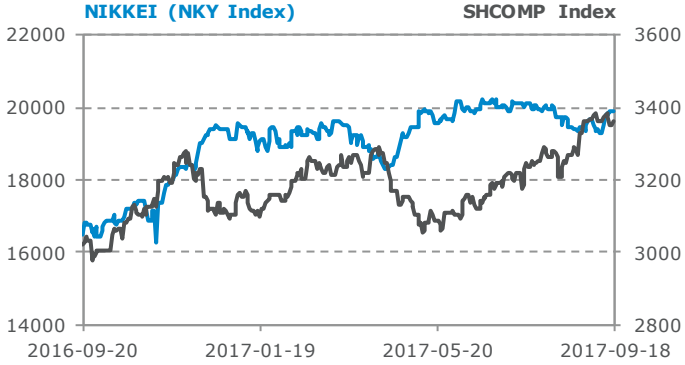
RTS (CRTX Index)



XU100 Index



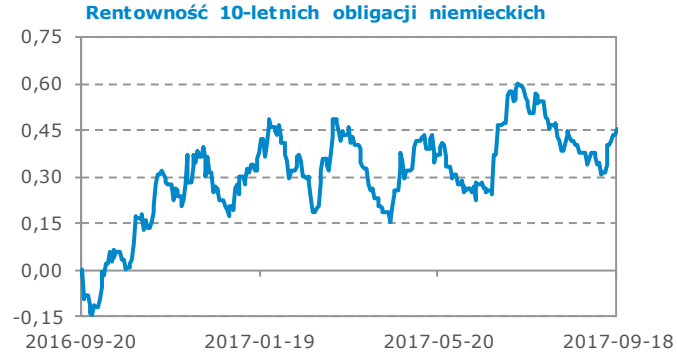
NIKKEI (NKY Index) SHCOMP Index



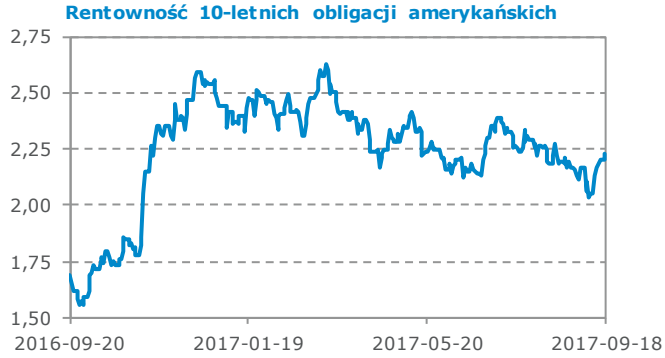
Rentowność 10-letnich obligacji polskich

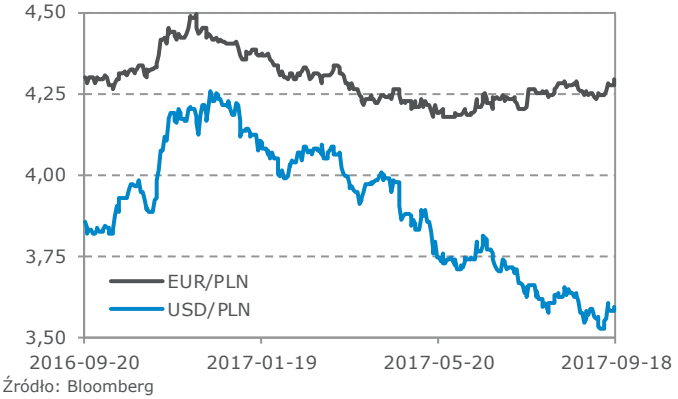


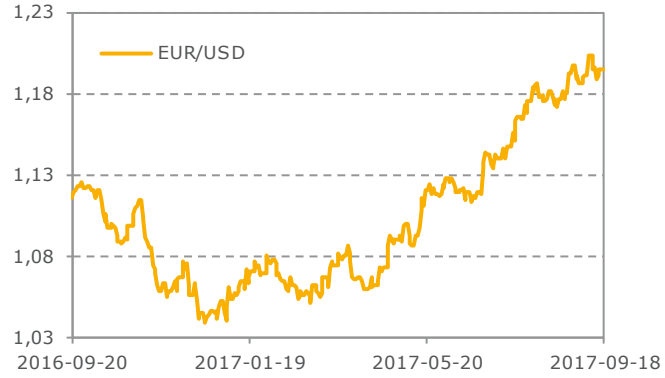
Rentowność 10-letnich obligacji niemieckich



Rentowność 10-letnich obligacji amerykańskich







Źródło: Bloomberg

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) - roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, MLP Group, Neuca, 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, Mieszko, MLP Group, 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, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Atal, Bakalland, Best, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Immobile, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfleiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, Zastal S.A., ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: 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
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

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

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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