

piątek, 3 listopada 2017 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: listopad 2017

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji. Dobre globalne momentum makro, napływ nowego kapitału do funduszy akcyjnych ETF i rosnąca relatywna atrakcyjność wycen spółek z EM vs. DM powinny pozwolić MSCI EM (wsparcie dla WIG20) na kontynuację trendu wzrostowego w 4Q.

Ze spółek

Finanse

Uważamy, że listopad będzie należał do banków regionalnych takich jak OTP czy Erste, które pokażą wyśmienite wyniki. Z drugiej strony, niepewność związana z fuzją będzie kłaść się cieniem na sentymencie do Pekao oraz Alior Banku, które były naszymi faworytami w polskim sektorze bankowym. W listopadzie oczekujemy postępów z ustawami CHF.

Chemia

Przy dobrym otoczeniu gospodarczym producenci podwyższają ceny produktów (w ostatnim czasie wzrost notowań nawozów saletranych, butadienu, sody). Spółkom pomaga również dobre momentum w Chinach oraz tamtejsza polityka środowiskowa, która ogranicza podaż na rynku (soda, nawozy). Naszym zdaniem najbardziej atrakcyjny wydaje się Ciech.

Paliwa

Rewelacyjne wyniki rafinerii w 3Q powoli stają się historią, a bieżące odczyty marż przerobowych i rosnące ceny ropy mogą coraz bardziej niepokoić inwestorów, szczególnie że wyceny Orlenu czy Lotosu dyskontują utrzymanie rekordowej rentowności w długim terminie.

Energetyka

W przeddzień finalnych negocjacji w sprawie reformy ETS preferujemy akcje CEZ kosztem polskich koncernów energetycznych, wśród których na plus wyróżniamy tylko Energe.

Telekomunikacja, media, IT

Wspieramy pozytywne podejście do Orange Polska vs. Cyfrowy Polsat oraz Comarch vs. Asseco Poland. Wśród spółek o mniejszej kapitalizacji naszym faworytem jest Asseco South Eastern Europe. Pozytywne podejście mamy też do Atende i Wasko.

Przemysł, metale

W 3Q'17 spółki przemysłowe nadal będą odczuwać rosnące koszty pracy oraz wyższe ceny surowców. Pozytywnie na tle wyników ma szansę wypaść KGHM, natomiast niskie zaawansowanie całorocznych prognoz mogą rozczarować w przypadku Apatora i Boryszewa.

Budownictwo

Narastająca presja na marże była przyczyną obniżenia przez nas w IX-X prognoz zysku dla większości spółek z sektora, jednak w Budimeksie, Unibepie, Elektrobudowie i Erbudzie rynek zbyt mocno zdyskontował problemy branży.

Deweloperzy

Pomimo świetnych wolumenów sprzedaży mieszkań w 3Q'17 kursy akcji deweloperów były pod presją w październiku. Spodziewamy się pozytywnych zaskoczeń w wynikach sektora za 3Q oraz późniejszej rewizji konsensusu prognoz w górę. Rekomendujemy przeważenie deweloperów.

Handel

Niesprzyjające warunki pogodowe oraz efekt bazy mogły negatywnie wpłynąć na sprzedaż spółek detalicznych w X'17. W listopadzie większość spółek opublikuje wyniki za 3Q'17. Dobrych rezultatów oczekujemy w CCC, AmRest, Monnari, LPP oraz Vistula.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: BKM, CCC, CEZ, CIE, EAT, ECH, ENG, ERG, FMF, JMT, KER, LCC, OPL, PGN, PFL, ROB, STL, UNI

Negatywne: ACP, BRS, FTE, LTS, PKN, VTL

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	64 376	-0,2%	+24%
ATX	3 445	+3,0%	+34%
BUX	40 150	+6,4%	+25%
PX	1 066	+1,5%	+21%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 501	+1,3%	+31%
mWIG40	4 860	-2,3%	+18%
sWIG80	14 196	-5,8%	+2%
Banki	7 613	+2,5%	+22%
Budownictwo	2 753	-11,3%	-4%
Chemia	15 640	-5,7%	+14%
Energia	3 211	-3,4%	+26%
Górnictwo	4 780	+3,4%	+36%
Informatyka	2 077	-0,1%	-4%
Media	4 694	-3,5%	+3%
Nieruchomości	2 090	-2,2%	+14%
Odzież	7 068	-3,6%	+37%
Paliwa	8 372	+2,8%	+48%
Spożywczy	3 600	-9,1%	-13%
Telekomunikacja	738	-1,0%	+1%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
Griffin Premium	5,30	+19,1%	-7%
Asbis	2,86	+13,9%	+1%
ABC Data	2,09	+13,0%	+8%
Stalprodukt	530,00	+12,9%	+2%
Millennium	7,87	+11,0%	+52%
Vistal	0,99	-29,3%	-88%
Eko Export	8,16	-29,7%	-48%
Torpol	8,20	-30,9%	-27%
Trakcja	7,64	-35,0%	-44%
Braster	7,38	-37,0%	-59%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Asseco Poland	redukuj ▼	44,80 PLN ▲
BZ WBK	akumuluj ►	377,87 PLN ▼
CEZ	akumuluj ▼	512,33 CZK ►
Comarch	akumuluj ►	185,00 PLN ▼
Cyfrowy Polsat	trzymaj ▲	24,40 PLN ►
Erbud	kupuj ►	29,80 PLN ▼
Getin Noble Bank	sprzedaj ▼	1,27 PLN ►
Jeronimo Martins	akumuluj ▲	17,10 EUR ►
Kernel	akumuluj ►	58,70 PLN ▼
Lotos	sprzedaj ▼	51,61 PLN ►
OTP Bank	trzymaj ▼	10901 HUF ►
PGNiG	kupuj ▲	7,73 PLN ►
TXM	kupuj ►	5,77 PLN ▼
Unibep	kupuj ►	14,00 PLN ▼
Wirtualna Polska	kupuj ▲	53,00 PLN ►

Rynek akcji

Globalny wzrost ma się tak dobrze, że inwestorzy zaczynają już się obawiać o nieuchronne spowolnienie cykliczne („skoro urosło musi spaść”). Tymczasem kolejne publikacje wskaźników wyprzedzających zaskakują pozytywnie, a inflacja nadal utrzymuje się na niskich poziomach, co powoduje, że „granie na korektę” nie przynosi zysków. W Europie ceny akcji wspiera utrzymanie przez ECB luźnej polityki monetarnej, a w USA wyraźne przyspieszenie prac nad reformą podatkową (listopad może przynieść w tej kwestii zasadnicze rozstrzygnięcia). Z kolei Minister Finansów Chin powiedział, że dzięki nowemu systemowi podatkowemu w chińskich przedsiębiorstwach pozostanie co najmniej 150 mld USD. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji w perspektywie kolejnych miesięcy. Zwracamy uwagę, że wybór Powella na nowego szefa FED zmniejsza ryzyko zaostrzenia polityki monetarnej w USA. Nie zmienia to, fakt, że w krótkim okresie rynki rozwinięte są silnie wykupione. Do końca roku WIG20 powinien nadal podążać za MSCI EM (powrót do trendu wzrostowego pomimo spodziewanego umocnienia USD), a małe i średnie spółki będą nadal pod presją spadku marż i umorzeń w krajowych TFI.

W Europie trwa dobra koniunktura a ECB pozostaje gołębi

Październikowe odczyty PMI w Europie (przemysł: 58,6 pkt vs. 57,9 pkt; poprzednio 58,1 pkt; siedmioletnie maksimum) potwierdzają, że wzrostowe momentum w makro trwa. Pozytywną stroną PMI jest utrzymujący się wzrost nowych zamówień oraz najszybszy od kryzysu wzrost zatrudnienia, szczególnie w największych gospodarkach strefy: Niemczech i Francji. Z punktu widzenia polskich przedsiębiorstw ważnym elementem odnotowanym w strefie jest najszybszy od 2011/12 roku wzrost cen wyrobów gotowych. Dotychczas polskie przedsiębiorstwa miały problem z przeniesieniem rosnących kosztów wynagrodzeń i materiałów na klientów.

Zgodnie z oczekiwaniami, ECB obniżył od stycznia 2018 wielkość skupu aktywów do 30 mld EUR miesięcznie, jednak wydzwitek wystąpienia Prezesa Dragiego był bardzo gołębi. Draghi podkreślał, że pomimo redukcji Bank Centralny nadal będzie utrzymywał luźną politykę monetarną. Pozytywnym zaskoczeniem dla rynków był m.in. dłuższy okres zapowiadanego skupu, tj. nie 6 lecz 9 miesięcy, i zapowiedź, że po wrześniu 2018 możliwe jest utrzymanie zakupów w zmniejszonym zakresie. Warunkiem jest niska inflacja, a ta pomimo szybkiego spadku stopy bezrobocia zarówno w USA, jak i strefie euro pozostaje na niskim poziomie (w wielu komentarzach banków inwestycyjnych pojawia się pytanie, czy krzywa Philipsa nadal ma zastosowanie). Draghi nie wykluczył, że ECB może jednocześnie podwyższać stopy procentowe i kontynuować zakup obligacji. Dla inwestorów pojawiła się jeszcze jedna ważna deklaracja. W sytuacji wystąpienia spowolnienia gospodarki lub innych nieoczekiwanych zdarzeń zagrażających wzrostowi, Draghi zapowiedział możliwość powrotu do większych wolumenów skupu. Jeżeli inflacja nie zacznie zaskakiwać, to zapowiedź powolnej ścieżki normalizacji polityki pieniężnej będzie osłabiać euro, co finalnie pozytywnie odbije się na wynikach spółek europejskich, a rentowności obligacji pozostaną na niskim poziomie jeszcze przez wiele kwartałów.

W USA pod dyktando wyboru nowego szefa FED

Podobnie jak w Europie, wskaźniki wyprzedzające potwierdzają silne momentum wzrostowe w gospodarce amerykańskiej (+3% PKB) przy jednoczesnym utrzymywaniu się inflacji bazowej poniżej 2%. W ostatnich tygodniach inwestorzy nie pasjonowali się tak jak w Europie samą polityką monetarną FED (tu konsensus wskazuje na grudniową podwyżkę stóp procentowych), a zdecydowanie bardziej spekulacjami o tym kto zostanie nowym szefem FED (kadencja Yellen kończy się 3 lutego 2018). Wybór nowego prezesa określi bowiem politykę monetarną na kolejne lata. Na ostatniej prostej pozostawało trzech kandydatów, z czego dwóch (Powell i Yellen) reprezentowało nurt utrzymania dotychczasowej strategii FED, a trzeci kandydat (John Taylor) zapowiadał bardziej jęstrzbie podejście. Ostatecznie Donald Trump wręczył nominację Powellowi, co jest odbierane jako zapowiedź kontynuacji bardziej gołębiej polityki monetarnej i może pozytywnie wpływać na rynek akcji. Zwracamy jednak uwagę na silne wykupienie indeksów w krótkim okresie (S&P500, tygodniowy RSI 66,4) i powszechny entuzjazm na rynkach bazowych akcji (badanie Institutional Investors). Nie można również wykluczyć korekty na wskaźnikach wyprzedzających, które osiągnęły bardzo wysokie poziomy w większości głównych gospodarek. Nie mówimy tu o zmianie trendu wzrostowego gospodarki, ale np. o spadku ISM Manufacturing z 60,8 pkt do 58,7 pkt. Takie zestawienie czynników zewnętrznych dla akcji może podać w wątpliwość zakładaną przez inwestorów ścieżkę wzrostu zysków amerykańskich przedsiębiorstw, która uzasadnia obecny poziom P/E dla SP500 (12M 18,2x, zakładana dynamika EPS +4% w 2018 i +10% w 2019).

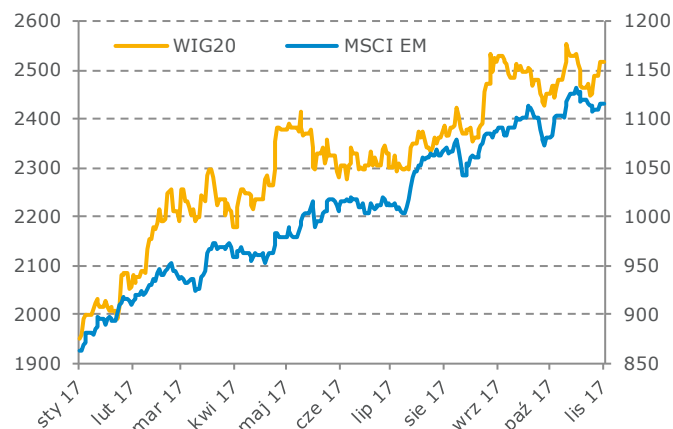
W odwodzie pozostaje reforma podatkowa w USA

W 2017 roku temat reformy podatkowej zarówno podbijał ceny akcji w USA, jak również był powodem korekt. Obecnie momentum reformy wyraźnie staje się pozytywne (przypominamy, że w zależności od finalnego kształtu może zwiększać EPS spółek z S&P500 o ok. 10 USD, prognoza EPS na br. to 142 USD). Ważnym krokiem w nowej legislacji było zaakceptowanie (26 października) finalnego kształtu budżetu na 2018. Administracja Trumpa stawia sobie za cel, żeby reforma była gotowa jeszcze w tym roku (jako ambitny, ale możliwy termin pojawia się Święto Dziękczynienia, tj. 23 listopada). Dotrzymanie tego terminu byłoby dla rynków ważnym pozytywnym impulsem (wprowadzenie reformy nie jest zdarzeniem ujętym w konsensusie prognoz).

GPW rynkiem rozwiniętym wg FTSE

Obraz polskiego rynku nadal niewiele się zmienia. Korelacja WIG20 z MSCI EM jest zachowana, przy czym od trzech miesięcy relatywna słabość polskiego indeksu objawia się tym, że lokalne korekty zaczynają się wcześniej (2-4 dni) i trwają dłużej. W fazie wzrostowej indeks nadrabia „zaległości” dynamicznym wzrostem. Oznacza to, że zachowaniem dużych spółek nadal „steruje” globalny kapitał napływający do funduszy ETF. Słabsze zachowanie rynków wschodzących w październiku to nasz efekt silnego umocnienia USD. Uważamy, że w kolejnych miesiącach inwestorzy będą bardziej koncentrować się na perspektywach wzrostu EM i atrakcyjnych poziomach wycen.

MSCI EM na tle WIG20



Źródło: Bloomberg

W październiku agencja FTSE Russell zdecydowała, że od września 2018 Polska będzie sklasyfikowana jako rynek rozwinięty, a nie rozwijający się. W komentarzach pojawiły się opinie, że oznacza to odpływ netto kapitału z rynku, że lepiej mieć 2% udział w rynkach wschodzących niż 0,2% (a więc marginalny) w „dużym worku”. Wreszcie przytaczany jest przykład giełdy w Izraelu, której płynność silnie obniżyła się po takiej decyzji agencji. Czas zweryfikuje takie opinie, jednak kontrariańsko zwracamy uwagę na kilka elementów.

Zaklasyfikowanie Polski do grona rynków rozwiniętych otwiera dostęp grupy wielkich funduszy, które co do zasady nie inwestowały na rynkach wschodzących a dla których benchmarkiem jest FTSE (np. na rynku nieruchomości). Dotyczy to również a może nawet przede wszystkim funduszy inwestujących nie tylko w spółki giełdowe (aktywność M&A). Po drugie, przy niestabilnej sytuacji np. w Hiszpanii (secesja Katalonii), przeważenie Polski kosztem innego większego rynku może odwrócić wspomniane założenia dotyczące przepływu kapitału w efekcie zmiany klasyfikacji. Wreszcie przypadek Izraela jest o tyle „nieszczęśliwy”, że zmiana klasyfikacji odbyła się w tym samym czasie co zmiany w systemie emerytalnym umożliwiające a wręcz zmuszające do wyjścia lokalny kapitał na rynki zagraniczne (dywersyfikacja), co samo w sobie zmniejszyło płynność rynku.

Również bez większych zmian pozostaje sytuacja w segmencie małych i średnich spółek. Jak podaje portal Analizy Online, z funduszy akcyjnych dedykowanych na polski rynek akcji nadal odpływają kapitały. Great Rotation z depozytów na GPW, które miało mieć miejsce w 2017 roku, przybiera inną postać. Oszczędności z banków przepływają na rynek nieruchomości lub do funduszy z niskim udziałem ryzykownych aktywów. Naszym zdaniem sytuacja nie zmieni się tu dopóki wyniki małych i średnich spółek będą pod negatywnym wpływem rosnących kosztów wynagrodzeń i materiałów. Bardziej dynamiczny wzrost indeksów cen produkcyjnych byłby pozytywnym sygnałem dla akcji MiŚ.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Cały czas oczekujemy, że sentyment do banków z ekspozycją na kredyty CHF powinien się pogorszyć wraz z coraz bliższym terminem wprowadzenia ustawy Wsparcia Kredytobiorców Hipotecznych (przewidujemy go na 1 stycznia 2018). Uważamy, że kalendarz wyborczy będzie wspierał inicjatywę ustawodawczą Prezydenta z nadciągającymi wyborami samorządowymi, a następnie parlamentarnymi oraz prezydenckimi. Dodatkowo, właśnie ze względu na kalendarz wyborczy oraz malejący z czasem wpływ ustawy wsparcia kredytobiorców na RZiS banków uważamy, że ustawa będzie obowiązywała aż do całkowitego przewalutowania ekspozycji CHF. W listopadzie oczekujemy kontynuacji prac komisji finansów nad ustawami oraz dalszego szumu medialnego wokół nich. Z banków z ekspozycją na CHF rekomendujemy akumulowanie walorów jedynie w przypadku BZ WBK, którego wysokie ROE minimalizuje jej wpływ. W pozostałych bankach oczekujemy, że ROE spadnie poniżej kapitału na co najmniej kolejne 3-4 lata.
- Uważamy, że potencjalnymi beneficjentami ewentualnej fuzji pomiędzy Aliorem a Pekao będą akcjonariusze tego pierwszego. Uważamy, że aby połączenie doszło do skutku Pekao będzie musiał ogłosić wezwanie na akcje Alior Banku po atrakcyjnej cenie (pomiędzy 70 PLN a 78,50 PLN na akcję). W regionie pozytywny sentyment powinien utrzymywać się w OTP oraz Erste, gdzie banki mają szansę zaskoczyć rynek dobrymi wynikami wspartymi przez makro.
- **Kluczowe rekomendacje:** Alior (kupuj), PZU (akumuluj), PKO BP (redukuj), Millennium (sprzedaj)

Chemia

- Dobre otoczenie gospodarcze w Europie oraz ograniczenia szkodliwej dla środowiska produkcji w Chinach pozytywnie przekładają się na wyniki i notowania spółek chemicznych. Sektor na wzrost popytu reaguje podwyżkami cen wyrobów (w ostatnim czasie wzrost notowań nawozów saletranych, sody).
- Obecnie naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniany jest Ciech (wzrosty cen spotowych sody w Chinach przed okresem negocjacji cen na 2018 rok, możliwy wzrost eksportu sody do Chin po wyłączeniu szkodliwych dla środowiska instalacji, wysokie 94% obłożenie mocy produkcyjnych sody w Europie w 2017 roku). Neutralnie podchodzimy do wyceny Grupy Azoty oraz Synthos.
- W 3Q'17 Grupa Azoty zanotuje prawdopodobnie najwyższą dynamikę wzrostu wyników, ale rynek ma obawy, że po upływie lock-up EBOR znów może zdecydować się na sprzedaż posiadanych akcji (2,8%). Synthos w 3Q'17 korzystać będzie z niskiej bazy rezultatów, ale krótkoterminowo na otoczenie negatywnie wpływa korekta notowań cen butadienu.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Ciech (kupuj)

Paliwa

- Sentyment na rynku ropy znacząco się poprawił, co widać również na wzroście liczby spekulacyjnych pozycji netto. Powodem większego optymizmu jest coraz bardziej zarysowujący się punkt przegięcia na liczbie aktywnych wiertni w USA, co powinno przekładać się na obniżanie prognoz wydobywania w 2018. Zapasy wróciły do trendu spadkowego, a dodatkowo rynek podgrzewają nieustanne sugestie członków OPEC o wydłużeniu cięć produkcji i większej dyscypliny w ich realizacji.

- Marże rafineryjne już się znormalizowały po huraganie Harvey łącznie z crackami na dieslu, które korzystały na okresowym niedoborze produktu na Morzu Bałtyckim w związku z remontami rafinerii skandynawskich i mniejszym eksporcie z Primorska. Drożący surowiec wywiera coraz większą presję, szczególnie jeśli chodzi o zużycia własne oraz ciężkie frakcje i ma duże znaczenie dla rentowności w petrochemii. Jeśli te tendencje się utrzymają to raportowane właśnie rekordowe wyniki za 3Q pozostaną już tylko historią.
- Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do PGNiG choć liberalizacja polskiego rynku gazu znajdzie odzwierciedlenie w wynikach spółki dopiero w przyszłym roku. Tymczasem wsparciem powinny być wyższe ceny węglowodorów i oczekiwany wynik arbitrażu z Gazpromem.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (sprzedaj), PKN Orlen (sprzedaj), PGNiG (kupuj)

Energetyka

- Ceny energii w Niemczech ustabilizowały się na 36 EUR/MWh, ale wzrostowy trend może być kontynuowany jeśli 8 listopada kraje UE osiągną porozumienie w sprawie reformy ETS, która powinna wspierać notowania CO₂.
- W takim scenariuszu atrakcyjnie wyglądają akcje CEZ, szczególnie w relacji do polskich wytwórców, którzy charakteryzują się wyższym poziomem emisji. W Polsce problemem jest również to, że nie w pełni udaje się przenosić na ceny energii wyższe koszty węgla (nowe bardziej efektywne moce, w tym część na gazie), co może dotknąć przede wszystkim Tauronu, który ma krótką pozycję zarówno na CO₂, jak i węgla.
- Nie oczekujemy pozytywnych zaskoczeń w zakresie procedowanych obecnie systemów wsparcia (rynek mocy, kogeneracja) i dostrzegamy ryzyko opóźnień w ich wdrożeniu.
- W ramach polskiego sektora energetycznego wyróżniamy Enerę z uwagi na brak ekspozycji na spadający clean dark spread i perspektywę poprawy rentowności w obrocie w 2018.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (akumuluj), Energa (akumuluj)

Telekomunikacja, media, IT

- Sądzimy, że sentyment do sektora pozostanie słaby ze względu na wprowadzenie regulacji Roam Like At Home (RLAH). Od 15.06.2017 stawki detaliczne w roamingu zostały zrównane z krajowymi, a klienci mogą w ramach przyznanego pakietów korzystać z usług telekomunikacyjnych za granicą w ramach UE. Orange zanotował z tego tytułu 73 mln PLN straty na linii EBITDA. Z drugiej strony, spółka chce powziąć kroki do zmniejszenia negatywnych skutków regulacji w kolejnych kwartałach.
- Na rynku widać wprowadzenie agresywnej kampanii akwizycyjnej klientów przez T-Mobile. Grupa pozyskała netto 10,3 tys. numerów w 3Q'17 (na podstawie raportów UKE). To duża zmiana vs. poprzednie okresy (-74,2 tys. w 3Q'16 i -79,4 tys. w 4Q'16). Cyfrowy Polsat także stał się bardziej agresywny. W 3Q'17 z Polkomtela odeszło tylko 4,6 tys. numerów netto vs. -36,5 tys. w 2Q'17 i -51,8 tys. w 1Q'17.
- Zgodnie z naszymi założeniami, Orange Polska wycofało się z agresywnej walki o klienta (-35,1 tys. numerów netto). Telekom zmienił podejście do akwizycji klienta – chce wiązać klientów ofertą konwergentną fixed + mobile *Orange Love* w miejsce kosztowych subsydiów.

- Orange Polska ogłosiło aktualizację planu długoterminowego do 2020 r. Do tego czasu spółka ma ambicję osiągnięcia pokrycia siecią światłowodową 5 mln gospodarstw domowych wobec 2 mln w 1H'17. Taki rozwój operatora i powodzenie oferty konwergentnej powinni brać pod uwagę pozostali uczestnicy rynku telekomunikacyjnego. Spodziewamy się połączenia graczy mobilnych i stacjonarnych lub partnerstw strategicznych o takim charakterze.
- W międzyczasie Play podpisał umowę o świadczenie usług mobilnych z UPC Polska (Play będzie pełnił rolę operatora infrastrukturalnego dla UPC Polska).
- Wspieramy nasze pozytywne podejście do Orange Polska.
- Rząd planuje kolejne ograniczenia reklamy, tym razem resort zdrowia proponuje, aby reklama piwa mogła być wyświetlana dopiero po 23:00, nie jak obecnie po 20:00.
- Kontrakcja IT od samorządów i szpitali ruszyła na trwałe. Pojawiają się pierwsze duże przetargi publiczne. Największe z nich to: przetarg na dostawę i wdrożenie systemu cyfrowej rejestracji przebiegu rozpraw sądowych w sądach powszechnych (wygrał Comarch) oraz przetarg na utrzymanie Kompleksowego Systemu Informatycznego w ZUS (faworytem jest Comarch ze względu na najniższą cenę wśród oferentów)
- Wśród spółek IT o mniejszej kapitalizacji mamy neutralne nastawienie do Asseco Business Solutions (po słabych wynikach za 3Q'17). Naszym faworytem jest Asseco South Eastern Europe, które zapowiedziało solidy odczyt za 4Q'17 (pierwsza marża +14% R/R) i jest notowane na niskim P/E ok. 10x. Pozytywne nastawienie mamy także do Atende i Wasko.
- **Kluczowe rekomendacje:** Orange Polska (kupuj), Comarch (akumuluj), Asseco Poland (redukuje)

Przemysł, metale

- Ceny akcji polskich spółek przemysłowych nadal pozostają pod presją, co wynika ze słabych publikowanych rezultatów za 2Q'17. Naszym zdaniem wyższe koszty pracy oraz surowce nadal będą negatywnie wpływać na wyniki publikowane w okresie 3Q'17.
- Według naszych szacunków w 3Q'17 jedynie 35% spółek poprawi zeszłoroczne rezultaty (APT, FMF, KSW, PFL, STL), 35% zanotuje podobne r/r wyniki (AMC, BRS, IPX, EGS, TAR), a 30% słabsze r/r (AML, EMT, FTE, MGT). Naszym zdaniem wykonanie całorocznej prognozy wyników po 1-3Q może budzić niepokój w przypadku APT i BRS.
- Stabilne ceny produktów stalowych przy spadających kosztach złomu, rudy żelaza oraz węgla koksującego pozytywnie wpłynęły na rentowność producentów stali opartych na technologii wielkopiecowej (np. MT NA, SZG GY) i łuku elektrycznym (np. COG PW, CMC US). W okresie zimowym kilka stalowni zlokalizowanych na północy Chin zostało poproszonych o ograniczenie mocy produkcyjnych z uwagi na rosnące zanieczyszczenie powietrza w okresie grzewczym. To z kolei przekłada się na spadek podaży wyrobów stalowych i mocne zachowanie ich cen.

- Naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniane są: Ergis (spółka notowana z około 30-40% dyskontem do innych polskich spółek przemysłowych), Famur (wzrost cen węgla i surowców będzie się pozytywnie przekładać na inwestycje w sektorze wydobywczym), Kernel (w długim terminie spółka utrzymuje swój wzrostowy profil; konsolidacja rynku ukraińskiego powinna przekładać się na zwiększenie marży w przyszłości; przy okazji miesięcznicy zaktualizujemy nasze prognozy na 2017/2018 sezon), Pfeiderer Group (wzrost portfela zamówień oraz podwyżki cen produktów pozwalają z optymizmem patrzeć na 2H'17; program motywacyjny Zarządu wspierać będzie notowania firmy w nadchodzących latach) oraz Stelmet (spadek wyników powinien wyhamować w 3Q'17; sztormowa pogoda w Wielkiej Brytanii 2H'17).
- Najmniej atrakcyjne według nas są obecnie notowane Boryszew (spółka z około 3-17% premią na wskaźniku EV/EBITDA do spółek porównywalnych; słabe wykonanie prognozy po 9M'17), Forte (cena akcji z 5-70% premią do grupy porównawczej; na koniec roku zadłużenie netto do EBITDA wzrosło do poziomu 3x) oraz Vistal (ryzyko znaczącego zmniejszenia skali prowadzonej działalności w kolejnych latach po odcięciu finansowania przez banki, ryzyko utraty płynności).
- **Kluczowe rekomendacje:** Boryszew (niedoważaj), Ergis (przeważaj), Famur (kupuj), Forte (niedoważaj), Kernel (akumuluj), Pfeiderer Group (przeważaj), Stelmet (kupuj), Vistal (niedoważaj)

Budownictwo

- W październiku sentyment do spółek budowlanych uległ dalszemu pogorszeniu, co jest związane z nasilającą się presją na marże. W okresie ostatnich dwóch miesięcy dokonaliśmy korekt prognoz większości spółek z sektora, by odzwierciedlić ryzyka związane z rosnącymi kosztami materiałów i pracy.
- Spodziewamy się, że otoczenie konkurencyjne w sektorze pozostanie trudne w 2018 r., a osiągnięcie zakładanych przez spółki marż będzie sporym wyzwaniem.
- Pomimo spadku kursów, negatywnie lub neutralnie postrzegamy spółki wyspecjalizowane w budownictwie kolejowym (Trakcja, Torpol, ZUE) oraz mniejsze spółki z sektora (Elektrotim, Herkules, Ulma).
- Preferujemy spółki z relatywnie krótkimi backlogami (Unibep, Erbud) oraz relatywnie wysokimi rezerwami z lat ubiegłych (Budimex, Elektrobudowa), w których ryzyko istotnych korekt prognoz jest niższe i zdyskontowane przez kursy akcji.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Unibep (kupuj), Budimex (kupuj), Trakcja (niedoważaj)

Deweloperzy

- Opublikowane w październiku wolumeny sprzedaży mieszkań po raz kolejny zaskoczyły pozytywnie. Wysoka efektywność sprzedaży (ok. 30%) powoduje presję na wzrost cen mieszkań. Spodziewamy się utrzymania powyższej tendencji w najbliższych kwartałach.
- Lokum pozostaje najtańszym na P/E'18-19 deweloperem mieszkaniowym (~5,0x). Kolejne są LC Corp, Archicom i Robyg (~6,0x), Atal (~8,0x) oraz Dom (~9,0x). We wszystkich powyższych spółkach widzimy szansę na podniesienie prognoz.
- Wśród spółek z dominującym segmentem komercyjnym pozytywnie wyróżnia się Echo, preferowane przez nas względem GTC.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Atal (akumuluj), Dom Development (kupuj), Robyg (kupuj), Echo Investment (kupuj), LC Corp (kupuj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj)

Handel

- Według najnowszych informacji planowane jest wprowadzenie ograniczenia handlu w co drugą niedzielę od stycznia 2018. Solidarność domaga się wprowadzenia ograniczenia handlu w każdą niedzielę. Wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę początkowo miałyby negatywny wpływ na sprzedaż porównywalną spółek odzieżowych i obuwniczych. W średnim terminie popyt powinien zostać dostosowany, a spółki powinny uzyskać korzyści po stronie kosztów SG&A (dostosowanie harmonogramów pracy). Zamknięcie centrów handlowych w niedzielę może mieć lekko negatywny wpływ na biznes restauracyjny AmRest w Polsce (według naszych szacunków około 50% restauracji spółki znajduje się w centrach handlowych, a negatywny efekt zamknięcia restauracji w co drugą niedzielę wyniósłby 1,1% sprzedaży AmRest). Ograniczenie handlu powinno mieć niski wpływ na sprzedaż spółek z handlu spożywczego, gdzie niedziela stanowi niski udział w tygodniowej sprzedaży, a popyt powinien się szybko dostosować.
- Deprecjacja USDPLN r/r w okresie lipiec-sierpień powinna pozytywnie wpłynąć na koszty zakupu kolekcji jesień-zima'17 w spółkach odzieżowych i obuwniczych. Największymi beneficjentami powinny być: LPP oraz Monnari (około 85% COGS rozliczane w USD), CCC (około 50% COGS) oraz Vistula i Bytom (około 30% COGS). Pozytywny wpływ na rentowność sprzedaży powinien być widoczny w okresie IX-XII'17.
- Osłabienie EURPLN r/r w 3Q'17 wpływa pozytywnie na raportowane przez spółki wskaźniki SG&A/mkw. (spadek kosztów czynszów).
- Poprawa sytuacji konsumenta (wzrost wynagrodzeń w gospodarce, Program 500+) pozytywnie wpływają na efektywność sprzedaży spółek z sektora handlowego. Coraz wyższa dynamika cen żywności w segmencie detalicznym i hurtowym wspiera sprzedaż porównywalną raportowaną przez Jeronimo Martins oraz Eurocash.
- Istotny wzrost sprzedaży porównywalnej w 3Q'17 w CCC oraz LPP powinno pozytywnie wpłynąć na rentowność EBITDA spółek w 3Q'17 (pomimo wzrostu wskaźnika SG&A/mkw.). W 4Q'17 oczekujemy utrzymania pozytywnych trendów w sprzedaży porównywalnej oraz poprawy rentowności sprzedaży r/r (zakup kolekcji po niższym r/r kursie USDPLN).
- W 3Q'17 poprawę wyników r/r powinny zaraportować AmRest (oczekiwane utrzymanie poprawy w CEE, w Rosji oraz w Hiszpanii, konsolidacja wyników przejętych restauracji oraz zaraportowanie dodatniej EBITDA na rynku niemieckim vs. -19 mln PLN w 1H'17), Vistula (poprawa efektywności sprzedaży w obu segmentach oraz zwiększenie rentowności sprzedaży) oraz Monnari (mniejsza skala wyprzedaży r/r oraz sprzyjający wpływ niższego kosztu zakupu kolekcji jesień-zima we wrześniu 2017).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AmRest (kupuj), Eurocash (kupuj), CCC (akumuluj), Jeronimo Martins (akumuluj), Monnari (przeważaj), Vistula (przeważaj)

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						+3,7%	15,0	12,7		
Alior Bank	kupuj	2017-03-16	71,97	90,00	70,37	+27,9%	22,4	10,5		
BZ WBK	akumuluj	2017-11-03	358,50	377,87	358,50	+5,4%	16,9	14,8		
Getin Noble Bank	sprzedaj	2017-11-03	1,61	1,27	1,61	-21,1%	-	22,3		
Handlowy	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	72,99	+16,5%	17,2	13,5		
ING BSK	redukuj	2017-04-05	171,00	152,39	200,00	-23,8%	17,8	15,8		
Millennium	sprzedaj	2017-05-08	7,06	5,81	7,87	-26,2%	15,1	13,2		
Pekao	akumuluj	2017-07-18	131,25	145,42	118,50	+22,7%	13,3	12,7		
PKO BP	redukuj	2017-03-01	33,28	31,20	37,80	-17,5%	16,1	14,2		
Komercni Banka	akumuluj	2017-09-01	966,50	1 111 CZK	943,50	+17,8%	12,4	12,1		
Erste Bank	trzymaj	2017-09-01	35,50	35,98 EUR	37,36	-3,7%	13,0	11,6		
OTP Bank	trzymaj	2017-11-03	10 715	10 901 HUF	10 715	+1,7%	11,5	11,7		
PZU	akumuluj	2017-09-01	48,50	51,83	46,80	+10,7%	15,0	12,4		
Kruk	kupuj	2017-10-02	293,45	340,17	292,90	+16,1%	15,7	13,6		
Prime Car Management	kupuj	2017-01-27	34,91	46,43	25,89	+79,3%	7,5	6,8		
Skarbiec Holding	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	27,10	+70,8%	6,8	5,9		
Chemia						+11,3%	10,7	11,3	6,4	6,2
Ciech	kupuj	2017-10-02	65,16	79,54	60,20	+32,1%	9,1	8,7	5,6	5,2
Grupa Azoty	trzymaj	2017-10-02	79,80	80,77	72,10	+12,0%	15,1	13,9	7,3	6,5
Polwax	kupuj	2017-09-01	13,54	20,53	11,61	+76,8%	5,9	5,6	4,4	6,0
Synthos	trzymaj	2017-10-02	5,14	4,62	4,93	-6,3%	12,3	14,8	9,9	9,6
Paliwa						-7,4%	9,2	13,3	5,1	6,1
Lotos	sprzedaj	2017-11-03	66,37	51,61	66,37	-22,2%	10,1	15,2	6,0	6,9
MOL	trzymaj	2017-10-02	3 000	3 077 HUF	3 300	-6,8%	7,7	11,4	4,6	5,3
PGNiG	kupuj	2017-11-03	6,63	7,73	6,63	+16,6%	10,7	9,6	4,9	4,3
PKN Orlen	sprzedaj	2017-10-02	121,70	86,55	129,10	-33,0%	8,3	17,8	5,3	8,9
Energetyka						+6,5%	5,9	6,5	4,8	4,6
CEZ	akumuluj	2017-11-03	481,30	512,33 CZK	481,30	+6,4%	14,6	15,3	7,6	7,3
Enea	trzymaj	2017-10-02	14,80	14,59	13,70	+6,5%	5,9	6,1	4,9	4,4
Energa	akumuluj	2017-10-02	11,65	14,49	12,52	+15,7%	7,0	6,5	4,8	4,4
PGE	trzymaj	2017-10-02	13,30	13,61	13,04	+4,4%	5,9	7,1	4,3	4,6
Tauron	trzymaj	2017-10-02	3,75	3,64	3,42	+6,4%	4,1	4,8	4,3	4,9
Telekomunikacja, media, IT						+1,0%	23,3	17,6	7,4	7,0
Netia	trzymaj	2017-09-01	3,90	4,00	4,11	-2,7%	-	-	4,5	5,2
Orange Polska	kupuj	2017-06-30	5,15	7,10	5,50	+29,1%	94,0	43,0	4,6	4,7
Agora	akumuluj	2017-10-02	17,10	18,80	16,21	+16,0%	509,2	48,5	6,7	6,3
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2017-11-03	24,58	24,40	24,58	-0,7%	14,9	12,7	7,4	7,0
Wirtualna Polska	kupuj	2017-11-03	43,00	53,00	43,00	+23,3%	23,3	17,6	10,8	8,9
Asseco Poland	redukuj	2017-11-03	47,00	44,80	47,00	-4,7%	15,7	15,7		
CD Projekt	sprzedaj	2017-10-02	116,25	74,34	120,00	-38,1%	58,4	120,9	46,3	94,4
Comarch	akumuluj	2017-11-03	163,50	185,00	163,50	+13,1%	20,8	16,1	9,5	7,6
Przemysł, metale						+7,1%	14,9	12,9	9,7	6,7
Famur	kupuj	2017-09-01	5,81	6,84	5,53	+23,7%	25,5	17,1	10,4	6,7
Kemel	akumuluj	2017-11-03	48,25	58,70	48,25	+21,7%	6,1	8,4	5,0	6,3
Kęty	trzymaj	2017-09-01	402,10	414,09	394,05	+5,1%	14,9	12,9	9,7	8,6
KGHM	trzymaj	2017-10-02	117,40	124,12	122,90	+1,0%	14,6	9,0	5,8	5,5
Stelmet	kupuj	2017-09-01	22,20	28,94	20,87	+38,7%	23,9	12,9	13,0	8,0
Budownictwo						+42,7%	10,0	9,8	4,4	4,7
Budimex	kupuj	2017-07-24	229,50	267,00	186,55	+43,1%	10,5	10,8	3,9	4,4
Elektrobudowa	kupuj	2017-09-01	109,50	134,00	88,00	+52,3%	8,5	8,9	4,4	4,6
Erbud	kupuj	2017-11-03	24,70	29,80	24,70	+20,6%	11,9	10,7	4,5	4,8
Unibep	kupuj	2017-11-03	9,90	14,00	9,90	+41,4%	9,4	7,7	7,2	5,4
Deweloperzy						+22,2%	9,0	7,8	10,4	7,7
Atal	akumuluj	2017-09-01	40,40	45,00	41,51	+8,4%	8,8	8,5	7,7	7,7
Capital Park	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	6,01	+34,6%	42,9	7,8	119,3	13,8
Dom Development	kupuj	2017-09-01	82,25	101,10	82,98	+21,8%	10,7	8,8	8,5	7,1
Echo	kupuj	2017-10-02	5,19	6,42	4,49	+43,0%	6,1	6,2	11,1	6,6
GTC	trzymaj	2017-08-02	9,62	9,59	9,07	+5,7%	8,0	11,7	10,4	14,6
LC Corp	kupuj	2017-09-26	2,69	3,54	2,67	+32,6%	9,9	6,3	13,7	8,7
Robyg	kupuj	2017-09-01	3,40	4,25	3,16	+34,5%	9,0	6,4	6,8	5,6
Handel						+10,0%	35,2	22,1	14,9	10,0
AmRest	kupuj	2017-09-01	357,00	422,00	361,00	+16,9%	41,0	25,8	13,9	10,2
CCC	akumuluj	2017-10-02	276,00	308,00	265,60	+16,0%	32,3	22,3	19,0	14,3
Eurocash	kupuj	2017-10-02	38,62	44,30	35,35	+25,3%	41,3	17,6	14,9	9,2
Jeronimo Martins	akumuluj	2017-11-03	15,85	17,10 EUR	15,85	+7,9%	24,4	21,9	10,7	9,8
LPP	trzymaj	2017-10-02	8 172	8 400	8 475	-0,9%	35,2	27,6	18,3	15,5
TXM	kupuj	2017-11-03	1,99	5,77	1,99	+189,9%	-	6,6	-	4,1
Inne						+9,7%	11,4	9,9	7,2	6,4
PBKM	akumuluj	2017-10-02	63,00	66,30	60,45	+9,7%	11,4	9,9	7,2	6,4

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						12,4	11,5	7,4	7,1
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	51,65	+9,9%	13,9	11,5	10,0	8,4
Amica	równoważ	2016-06-16	186,00	141,00	-24,2%	6,9	8,8	5,9	5,7
Apator	równoważ	2017-07-31	31,29	30,27	-3,3%	13,6	11,9	8,6	7,8
Boryszew	niedoważaj	2017-01-27	11,20	9,95	-11,2%	12,3	11,8	8,3	7,8
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	2,04	-20,0%	8,3	6,7	7,4	5,9
Ergis	przeważaj	2016-09-28	5,75	4,83	-16,0%	7,3	6,5	5,1	4,6
Forte	niedoważaj	2017-08-31	74,02	64,65	-12,7%	17,2	14,0	13,1	11,0
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	70,00	+10,2%	26,8	21,0	13,6	11,3
Mangata	równoważ	2016-10-26	112,55	90,30	-19,8%	12,4	10,9	7,1	6,3
Pfleiderer Group	przeważaj	2016-02-03	23,00	39,40	+71,3%	14,9	11,9	5,2	4,7
Tarczyński	równoważ	2017-05-31	11,20	9,75	-12,9%	11,7	10,8	5,8	5,5
Vistal	niedoważaj	2017-09-11	5,10	0,99	-80,6%	-	-	-	22,0
Budownictwo						16,2	12,2	6,7	5,7
Elektrotim	niedoważaj	2017-10-24	9,76	9,11	-6,7%	848,5	17,1	13,5	7,1
Herkules	równoważ	2017-10-24	3,60	3,49	-3,1%	14,2	12,0	6,7	6,1
Torpol	równoważ	2017-10-24	10,93	8,20	-25,0%	-	8,7	19,6	4,3
Trakcja	niedoważaj	2017-10-24	10,30	7,64	-25,8%	13,9	11,2	5,7	5,4
Ulma	równoważ	2016-12-12	63,50	74,00	+16,5%	18,3	12,4	4,2	3,5
ZUE	niedoważaj	2017-09-14	9,20	7,60	-17,4%	-	20,3	-	8,8
Deweloperzy						8,0	8,0	10,7	6,6
Archicom	przeważaj	2017-01-10	15,24	14,95	-1,9%	8,5	6,5	7,6	6,2
BBI Development	równoważ	2017-06-02	0,73	0,69	-5,5%	-	8,0	70,7	6,6
JWC	równoważ	2016-11-09	4,50	4,57	+1,6%	6,6	5,5	6,8	5,6
Lokum Deweloper	przeważaj	2017-09-14	16,30	16,61	+1,9%	7,3	5,3	6,7	4,8
PA Nova	równoważ	2016-09-12	25,89	21,30	-17,7%	7,4	8,3	10,7	11,4
Polnord	niedoważaj	2017-05-16	10,00	8,30	-17,0%	12,4	11,5	42,8	23,9
Ronson	niedoważaj	2017-03-06	1,80	1,50	-16,7%	16,1	15,7	18,2	17,1
Handel						14,0	11,0	8,2	6,7
Bytom	równoważ	2017-09-13	2,67	2,50	-6,4%	15,6	12,3	10,4	8,4
Gino Rossi	przeważaj	2017-08-25	1,78	1,44	-19,1%	8,6	5,7	5,6	4,4
Monnari	przeważaj	2017-09-13	8,93	8,27	-7,4%	13,5	9,6	7,0	5,0
Vistula	przeważaj	2017-08-25	3,26	3,42	+4,9%	14,4	13,1	9,5	8,5

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

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

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

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie 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 3 listopada 2017 o godzinie 8:35.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 3 listopada 2017 o godzinie 8:35.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Poland, Atal, Capital Park, Erbud, Ergis, Kruk, Polski Bank Komórek Macierzystych, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Poland, Atal, Bank Pekao, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energa, Erbud, Ergis, Eurocash, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, Orange Polska, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polski Bank Komórek Macierzystych, Polwax, PZU, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Asseco Poland, Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, Boryszew, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Enea, Energa, Erbud, Ergis, Erste Bank, Eurocash, Getin Noble Bank, Impexmetal, ING BSK, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, Netia, Orange Polska, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polnord, Polski Bank Komórek Macierzystych, Polwax, PZU, Raiffeisen Bank International, Robyg, Skarbiec Holding, Stelmet, Sygnty, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: TXM.

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

mBank S.A. posiada 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.

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.

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

Agora	Axel Springer, Carmike Cinemas, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, Gruppo Editoriale L'Espresso, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Regal Entertainment Group, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media, Telegraaf Media Groep
AmRest	Alsea, Autogrill, Chipotle Mexican, Collins Foods, Jack In The Box, McDonalds, Mitchells & Butlers, Panera Bread, Starbucks, Texas Roadhouse, Wendy's, Yum! Brands
Asseco Poland	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Atal, Dom Development, Robyg	Archicom, Atal, Dom Development, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, Polnord, Robyg, Ronson, Vantage Development
Budimex, Erbud, Unibep	Budimex, Elektrobudowa, Elektrotim, Erbud, Herkules, Torpol, Trakcja, Ulma, Unibep, ZUE, Strabag, Porr, Hochtief, Bouygues, Salini, Astaldi, Mota Engil, Skanska, PEAB, NCC
Capital Park, Echo Investment, GTC	BBi Development, Capital Park, Echo Investment, GTC, P.A. Nova, PHN, Alstria Office, Atrium European RE, CA Immobilien, Deutsche Euroshop, DIC Asset, Immofinanz, Klepierre, Unibail-Rodamco, S Immo
CCC	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Voox Net-a-Porter, Zalando,
CD Projekt	Activision, Blizzard, CAPCOM, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Electronic Arts
CEZ, Enea, Energia, PGE, Tauron	CEZ, EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energia, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
Ciech	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, Dow Chemical, Huntsman, Soda Samayii, Solvay, Synthos, Tata Chemicals, Tessenderlo Chemie, Tronox, Wacker Chemie
Comarch	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Cyfrowy Polsat	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Swisscom, Talktalk Telecom, TDC, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpelcom, Vodafone Group
Elektrobudowa	Budimex, Elektrobudowa, Elektrotim, Erbud, Herkules, Torpol, Trakcja, Ulma, Unibep, ZUE, Strabag, Porr, Hochtief, Bouygues, Salini, Astaldi, Mota Engil, Skanska, PEAB, NCC, Siemens, Alstom, ABB, Schneider Electric
Eurocash	Carrefour, Dixy Group, Emperia, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Atlas Copco, Caterpillar, Duro Felguera, Komatsu, Sandvik, Shanghai Chuangli, Tian Di
Grupa Azoty	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
Jeronimo Martins	Carrefour, Emperia, Eurocash, Magnit, Tesco, X5
Kernel	Astarta, Avangardm IMC, MHP, Milkiland, Ovostar
Kęty	Alcoa, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Impexmetal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
KGHM	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-Mcmoran, Grupo Mexico, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
Lotos, MOL	Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Galp, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras, Unipetrol
LPP	CCC, Gerry Weber, H&M, Hugo Boss, IC Companys, Inditex, Kappahl, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
Netia	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Megafon, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Swisscom, Talktalk Telecom, TDC, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpelcom, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Swisscom, TDC, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energia, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, SSE, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Galp, Hellenic, Huntsman, Indorama, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Unipetrol, Westlake
Polwax	Alexandria Mineral Oils, Calumet Specialty Products, Ciech, Fuchs Petrolub, H&R, Moresco, Sasol
Skarbiec Holding	Aberdeen AM, Affiliated Managers, AllianceBernstein, Altus, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Henderson Group, Invesco, Investec, Janus Capital, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Quercus, Schroders, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Paged, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmarin, West Fraser
Synthos	Apar Industries, Ashi Kasei, BASF, Dow Chemical, Grand Pacific, Kumcho PetroChemical, Lanxess, Polyone, Synthomer, Trinseo, TSRC, UBE Industries, ZEON
TXM	Brown Group, Bytom, Citi Trends, Duluth, Express, Giordano, Monnari, Premier Inv, The Buckle, Vistula
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Priceline Group, Yahoo!, Yandex

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy

Agora						
rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj			
data wydania	2017-10-02	2017-07-25	2017-01-27			
kurs z dnia rekomendacji	17,10	15,28	12,90			
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	61 828,39	55 560,23			
Alior Bank						
rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj			
data wydania	2017-03-16	2017-03-01	2017-01-27			
kurs z dnia rekomendacji	71,97	65,42	61,95			
WIG w dniu rekomendacji	59 109,17	58 300,37	55 560,23			
Alumetal						
rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ			
data wydania	2017-07-31	2017-04-28	2017-03-29			
kurs z dnia rekomendacji	46,99	64,00	59,67			
WIG w dniu rekomendacji	62 366,50	61 731,80	58 938,76			
Amica						
rekomendacja	równoważ					
data wydania	2016-06-16					
kurs z dnia rekomendacji	186,00					
WIG w dniu rekomendacji	44 916,52					
AmRest						
rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj			
data wydania	2017-09-01	2017-01-27	2016-12-19			
kurs z dnia rekomendacji	357,00	347,00	287,70			
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	55 560,23	51 115,26			
Apator						
rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ			
data wydania	2017-07-31	2017-04-28	2016-11-28			
kurs z dnia rekomendacji	31,29	35,05	27,96			
WIG w dniu rekomendacji	62 366,50	61 731,80	48 579,08			
Archicom						
rekomendacja	przeważaj					
data wydania	2017-01-10					
kurs z dnia rekomendacji	15,24					
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63					
Asseco Poland						
rekomendacja	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20	2017-04-27	2017-02-24	2016-12-19
kurs z dnia rekomendacji	47,00	44,54	47,23	54,70	55,81	53,09
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 388,43	62 533,46	61 699,64	59 583,89	51 115,26
Atal						
rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj			
data wydania	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-10			
kurs z dnia rekomendacji	40,40	40,00	34,89			
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 181,96	59 287,92			
BBI Development						
rekomendacja	równoważ	niedoważaj	równoważ			
data wydania	2017-06-02	2017-01-10	2016-11-09			
kurs z dnia rekomendacji	0,73	0,87	0,86			
WIG w dniu rekomendacji	60 181,96	53 006,63	48 127,63			
Boryszew						
rekomendacja	niedoważaj					
data wydania	2017-01-27					
kurs z dnia rekomendacji	11,20					
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23					
Budimex						
rekomendacja	kupuj	trzymaj	akumuluj			
data wydania	2017-07-24	2017-05-08	2017-01-27			
kurs z dnia rekomendacji	229,50	275,65	217,00			
WIG w dniu rekomendacji	61 979,52	61 831,40	55 560,23			
Bytom						
rekomendacja	równoważ	przeważaj				
data wydania	2017-09-13	2017-08-25				
kurs z dnia rekomendacji	2,67	2,37				
WIG w dniu rekomendacji	64 826,07	63 886,54				
BZ WBK						
rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	redukuj		
data wydania	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08	2017-01-27		
kurs z dnia rekomendacji	358,50	369,60	351,25	355,00		
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 973,76	61 831,40	55 560,23		
Capital Park						
rekomendacja	kupuj					
data wydania	2017-01-25					
kurs z dnia rekomendacji	6,30					
WIG w dniu rekomendacji	53 988,51					
CCC						
rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj		
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27		
kurs z dnia rekomendacji	276,00	262,20	225,50	207,00		
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	58 300,37	55 560,23		
CD Projekt						
rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj			
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-01-26			
kurs z dnia rekomendacji	116,25	83,40	59,63			
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	55 484,56			

CEZ

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01	2016-12-06
kurs z dnia rekomendacji	481,30 CZK	441,30 CZK	416,00 CZK	399,00 CZK	450,50 CZK	407,00 CZK
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 289,69	64 973,76	61 701,57	58 300,37	49 647,48

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-24	2017-01-27	2017-01-23	2016-11-16
kurs z dnia rekomendacji	65,16	62,73	69,69	81,00	69,03	62,70	60,85
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	60 181,96	59 093,68	55 560,23	53 573,28	47 579,82

Comarch

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-01	2016-12-19
kurs z dnia rekomendacji	163,50	178,50	195,00	223,00	204,80	172,40
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 289,69	64 973,76	60 181,96	58 300,37	51 115,26

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj
data wydania	2017-11-03	2017-08-29	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	24,58	27,80	24,65
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	65 170,56	55 560,23

Dom Development

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-06-02	2017-05-12	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	82,25	76,10	70,20	64,94
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 181,96	61 598,78	55 560,23

Echo

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-03	2017-01-25
kurs z dnia rekomendacji	5,19	5,21	6,26	5,69
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	61 018,36	53 988,51

Elektrobudowa

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-05-08	2017-04-05	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	109,50	120,55	139,90	98,50
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 831,40	59 015,12	51 223,85

Elektrotim

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2017-10-24	2017-09-14	2017-03-06
kurs z dnia rekomendacji	9,76	11,98	15,07
WIG w dniu rekomendacji	63 714,74	64 719,80	59 313,38

Elemental

rekomendacja	równoważ	przeważaj	zawieszona
data wydania	2017-08-31	2017-01-27	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	2,55	3,81	3,81
WIG w dniu rekomendacji	64 957,87	55 560,23	55 560,23

Enea

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	14,80	15,25	13,14	10,67	10,61
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	61 701,57	58 300,37	55 560,23

Energa

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-21	2017-06-27	2017-01-27	2016-12-06
kurs z dnia rekomendacji	11,65	11,65	11,65	10,87	10,20	8,19
WIG w dniu rekomendacji	62 269,72	62 269,72	62 269,72	61 701,57	55 560,23	49 647,48

Erbud

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-05	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	24,70	26,00	31,50	32,98	29,50
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 973,76	60 181,96	59 015,12	55 560,23

Ergis

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-09-28
kurs z dnia rekomendacji	5,75
WIG w dniu rekomendacji	47 278,65

Erste Bank

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-06-02	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	35,50	32,67	28,60
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 181,96	55 560,23

Eurocash

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-01-27	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	38,62	39,14	39,90	37,40
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	55 560,23	47 899,61

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	zawieszona
data wydania	2017-09-01	2017-07-20	2016-11-30
kurs z dnia rekomendacji	5,81	5,84	4,22
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	62 533,46	48 199,38

Forte

rekomendacja	niedoważaj
data wydania	2017-08-31
kurs z dnia rekomendacji	74,02
WIG w dniu rekomendacji	64 957,87

Getin Noble Bank

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-11-03	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	1,61	1,28	2,02	1,68
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 973,76	58 300,37	55 560,23

Gino Rossi

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	1,78
WIG w dniu rekomendacji	63 886,54

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-07-03	2017-06-23	2017-06-02	2017-01-26
kurs z dnia rekomendacji	79,80	68,90	72,08	63,30	67,50	63,01	70,41
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	62 800,96	61 018,36	60 987,33	60 181,96	55 484,56

GTC

rekomendacja	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-08-02	2017-01-25
kurs z dnia rekomendacji	9,62	8,65
WIG w dniu rekomendacji	62 800,96	53 988,51

Handlowy

rekomendacja	akumuluj
data wydania	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	79,48
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23

Herkules

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-10-24	2017-06-02
kurs z dnia rekomendacji	3,60	4,17
WIG w dniu rekomendacji	63 714,74	60 181,96

ING BSK

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2017-04-05	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	171,00	183,50	167,55
WIG w dniu rekomendacji	59 015,12	58 300,37	55 560,23

Jeronimo Martins

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08	2017-01-27	2016-12-06
kurs z dnia rekomendacji	15,85 EUR	16,76 EUR	17,09 EUR	15,66 EUR	14,67 EUR
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 973,76	61 831,40	55 560,23	49 647,48

JWC

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-11-09
kurs z dnia rekomendacji	4,50
WIG w dniu rekomendacji	48 127,63

Kernel

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02	2017-01-27	2016-11-15
kurs z dnia rekomendacji	48,25	60,70	68,33	76,75	57,70
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 973,76	60 181,96	55 560,23	47 539,85

Kety

rekomendacja	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-09-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	402,10	416,80
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	55 560,23

KGHM

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	zawieszona
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-07-03	2017-04-05	2017-03-02	2017-03-01	2017-01-27	2017-01-17	2016-12-06
kurs z dnia rekomendacji	117,40	126,10	121,00	110,65	120,10	131,50	129,00	122,05	110,00	91,84
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	62 800,96	61 018,36	59 015,12	59 646,29	58 300,37	55 560,23	53 706,41	49 647,48

Komercni Banka

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-01-27	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	966,50 CZK	892,60 CZK	891,50 CZK
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	55 560,23	47 899,61

Kruk

rekomendacja	kupuj	redukuj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-05-08	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	293,45	340,95	293,85	249,15
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	61 831,40	55 560,23

Kruszwica

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-03-29
kurs z dnia rekomendacji	63,50
WIG w dniu rekomendacji	58 938,76

LC Corp

rekomendacja	kupuj
data wydania	2017-09-26
kurs z dnia rekomendacji	2,69
WIG w dniu rekomendacji	63 895,84

Lokum Deweloper

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	16,30
WIG w dniu rekomendacji	64 719,80

Lotos

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01	2016-12-20
kurs z dnia rekomendacji	66,37	59,75	58,86	48,63	40,40
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 289,69	64 973,76	58 300,37	51 129,31

LPP

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-20	2017-04-05	2017-01-27	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	8172,05	8696,65	6700,00	6635,25	5369,90	5615,00
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	61 048,15	59 015,12	55 560,23	47 899,61

Mangata

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-10-26
kurs z dnia rekomendacji	112,55
WIG w dniu rekomendacji	48 459,91

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

MOL

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2016-12-20
kurs z dnia rekomendacji	3 000 HUF	2 978 HUF	20 620 HUF
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	51 129,31

Monnari

rekomendacja	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-09-13	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	8,93	7,89
WIG w dniu rekomendacji	64 826,07	63 886,54

Netia

rekomendacja	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	3,90	4,58
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	55 560,23

Orange Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-06-30	2017-03-09	2017-01-27	2016-11-16
kurs z dnia rekomendacji	5,15	4,67	5,46	5,23
WIG w dniu rekomendacji	61 475,96	58 559,14	55 560,23	47 579,82

OTP Bank

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	10 715 HUF	9 895 HUF	10 445 HUF	8 450 HUF	8 950 HUF
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 289,69	64 973,76	58 300,37	55 560,23

PA Nova

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-09-12
kurs z dnia rekomendacji	25,89
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14

PBKM

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-04-05	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	63,00	54,50	60,50	53,95
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	59 015,12	51 223,85

Prime Car Management

rekomendacja	kupuj
data wydania	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	34,91
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23

Pekao

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-07-18	2017-07-03	2017-04-05	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	131,25	124,80	134,60	139,95	136,60
WIG w dniu rekomendacji	62 537,74	61 018,36	59 015,12	58 300,37	55 560,23

Pfleiderer Group

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-02-03
kurs z dnia rekomendacji	23,00
WIG w dniu rekomendacji	43 563,88

PGE

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-06-27
kurs z dnia rekomendacji	13,30	14,27	13,29	12,29
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	62 800,96	61 701,57

PGNiG

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-02-27
kurs z dnia rekomendacji	6,63	6,79	6,83	6,75	6,12
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 289,69	64 973,76	62 800,96	58 657,32

PKN Orlen

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2016-12-20
kurs z dnia rekomendacji	121,70	117,90	87,17
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	51 129,31

PKO BP

rekomendacja	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	33,28	31,62
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	55 560,23

Polnord

rekomendacja	niedoważaj
data wydania	2017-05-16
kurs z dnia rekomendacji	10,00
WIG w dniu rekomendacji	61 795,32

Polwax

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-01-13
kurs z dnia rekomendacji	13,54	16,60
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	53 650,94

PZU

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-07-18	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	48,50	44,19	35,50
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	62 537,74	55 560,23

Robyg

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-05-12	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	3,40	3,21	3,00
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 598,78	55 560,23

Ronson

rekomendacja	niedoważaj
data wydania	2017-03-06
kurs z dnia rekomendacji	1,80
WIG w dniu rekomendacji	59 313,38

Skarbiec Holding

rekomendacja	kupuj
data wydania	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	29,10
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23

Stelmet

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-07-17	2017-01-27	2017-01-12
kurs z dnia rekomendacji	22,20	22,51	32,30	31,00
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	62 127,72	55 560,23	53 709,33

Synthos

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-01-17	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	5,14	4,78	5,30	4,57
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	53 706,41	47 899,61

Tarczyński

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-05-31
kurs z dnia rekomendacji	11,20
WIG w dniu rekomendacji	60 344,58

Tauron

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-04-05	2016-12-06
kurs z dnia rekomendacji	3,75	3,92	3,65	3,35	2,66
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	61 701,57	59 015,12	49 647,48

Torpol

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-10-24	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	10,93	12,05
WIG w dniu rekomendacji	63 714,74	64 719,80

Trakcja

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2017-10-24	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	10,30	12,80
WIG w dniu rekomendacji	63 714,74	64 719,80

TXM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-08	2017-03-09
kurs z dnia rekomendacji	1,99	2,97	4,00	5,50
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 973,76	60 752,25	58 559,14

Ulma

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-12-12
kurs z dnia rekomendacji	63,50
WIG w dniu rekomendacji	50 693,75

Unibep

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-11-03	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27	2016-12-06	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	9,90	12,20	12,59	10,79	10,00	10,85
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 973,76	58 300,37	55 560,23	49 647,48	47 899,61

Vistal

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	zawieszona	trzymaj
data wydania	2017-09-11	2017-01-27	2017-01-27	2016-11-25
kurs z dnia rekomendacji	5,10	9,00	9,00	9,90
WIG w dniu rekomendacji	64 306,53	55 560,23	55 560,23	48 824,83

Vistula

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	3,26
WIG w dniu rekomendacji	63 886,54

Wirtualna Polska

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-11-03	2017-09-01	2017-01-27	2016-11-18
kurs z dnia rekomendacji	43,00	47,89	56,60	54,00
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 973,76	55 560,23	46 910,91

ZUE

rekomendacja	niedoważaj	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-09-14	2017-04-12	2016-11-07
kurs z dnia rekomendacji	9,20	12,35	8,55
WIG w dniu rekomendacji	64 719,80	58 510,03	47 610,85

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz**Kamil Kliszcz**

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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 Szpigel

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

Piotr Zybala

+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