

czwartek, 16 listopada 2017 | opracowanie cykliczne

Komentarz poranny

Rynek akcji, Polska

Departament Analiz:

Michał Marczak +48 22 438 24 01
Michał Konarski +48 22 438 24 05

Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02
Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03
Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

Piotr Zybala +48 22 438 24 04

DJIA	23 271,3	-0,59%	FTSE 100	7 372,6	-0,56%	Miedź (LME)	6 773,0	+0,21%
S&P 500	2 564,6	-0,55%	WIG20	2 419,0	-1,84%	Ropa (Brent)	61,54	+0,92%
NASDAQ	6 706,2	-0,47%	BUX	38 615,1	-1,34%	USD/PLN	3,5964	-0,08%
DAX	12 976,4	-0,44%	PX	1 052,9	-0,90%	EUR/PLN	4,2406	-0,14%
CAC 40	5 301,3	-0,27%	PLBonds10	3,434	-1,60%	EUR/USD	1,1791	-0,06%

Informacje ze spółek i sektorów

PCM

Kupuj - z dn. 27.01.17
Cena docelowa: 46,43 PLN

Wysoka dywidenda przez co najmniej kolejne dwa lata

Zarząd PCM na spotkaniu po wynikach za 3Q'17 potwierdził, że ambicją spółki jest wypłata do 100% zysku netto w formie dywidendy. Jednocześnie tempo wzrostu spółki sugeruje, że dywidenda nie będzie możliwa do utrzymania w długim terminie i może zostać zredukowana za 3 lata. PCM może nadal wypłacić dodatkową różnicę pomiędzy zyskiem jednostkowym a skonsolidowanym z 2016 roku (8 mln PLN lub 0,7 PLN na akcję) w 2018 roku pod warunkiem, że tempo wzrostu nie będzie wyższe od oczekiwań zarządu. W przeciwnym razie, zatrzymany zysk zostanie przeznaczony na wzrost organiczny. Zarząd podtrzymał także, że oczekuje spełnienia wymogów programu menadżerskiego w 2018 roku i nadal widzi za możliwe osiągnięcie wyniku około 40 mln PLN w 2017 roku. **Uważamy, że oczekiwany przez zarząd spadek dywidendy powinien być oczekiwany patrząc na wskaźnik D/E bliski 3,0x. Jednocześnie, spadek % wypłaty powinien zostać w części zneutralizowany przez wzrost DPS. (M. Konarski)**

MOL

Trzymaj - z dn. 02.10.17
Cena docelowa: 3 077 HUF

Podwyżka ratingu od S&P

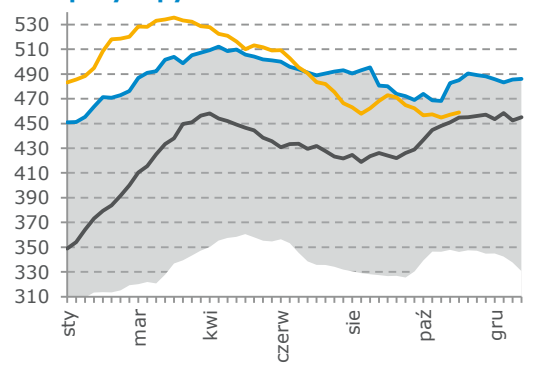
Agencja S&P podwyższyła długoterminowy rating MOL-a do inwestycyjnego BBB- z perspektywą stabilną. **(K. Kliszcz)**

Paliwa

Zapasy ropy w USA znów wzrosły

Według wczorajszych danych EIA zapasy ropyowały wzrosły o 1,8 mln baryłek podczas gdy rynek oczekiwał ich spadku o 2,4 mln baryłek. Źródłem zaskoczenia ponownie był poziom importu netto (+4%). Rafinerie zwiększyły przerób do 91% z 89,6%. Zapasy benzyny zaskoczyły, bo wzrosły o 0,9 mln baryłek vs zakładany spadek o 1,5 mln baryłek, co było pochodną słabszego popytu. **Dane EIA nie były wsparciem dla ropy szczególnie, że nadal utrzymuje się trend wzrostowy na wydobyciu surowca w USA. Po publikacji osłabły również marże benzynowe. Zwracamy uwagę, że wysoki wskaźnik wykorzystania mocy rafineryjnych (powyżej przedziału wahań z 5 lat) przy dyferencjale Brent/WTI powyżej 6 USD/Bbl stanowi zagrożenie dla rafinerii europejskich. (K. Kliszcz)**

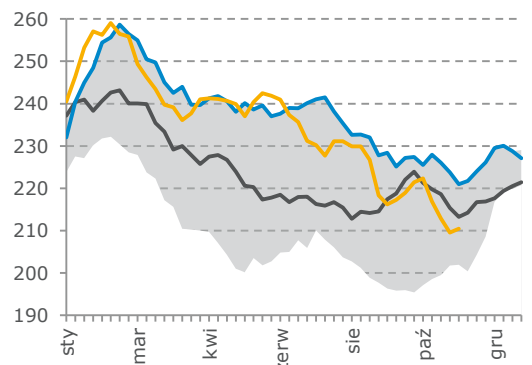
Zapasy ropy w USA w mln boe



zakres 5 lat 2015 2016 2017

Źródło: Bloomberg

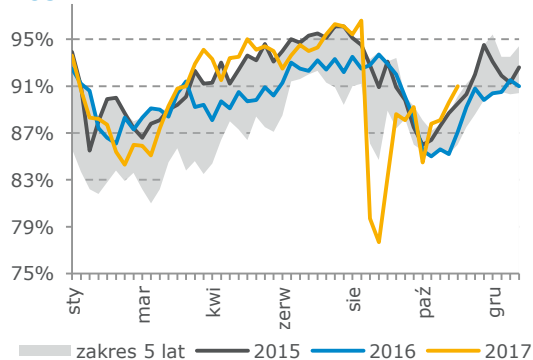
Zapasy benzyny w USA w mln boe



zakres 5 lat 2015 2016 2017

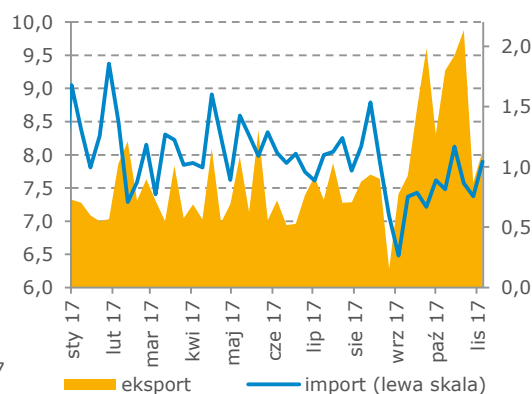
Źródło: Bloomberg

Wykorzystanie mocy w rafineriach w USA



Źródło: Bloomberg

Eksport/import ropy w USA w mln boe



Źródło: Bloomberg

Apator

Równoważ - z dn. 28.04.17

Obniżenie całorocznej prognozy Zarządu

Zarząd poinformował o obniżeniu całorocznej prognozy wyniku netto z poziomu 75-80 mln PLN na 60-65 mln PLN. Aktualizacja wynika z wystąpienia zdarzeń jednorazowych skutkujących bezgotówkowymi korektami, dotyczących głównie zmian kwalifikacji i odpisu prac rozwojowych w spółkach Apator Elkomtech i Apator Telemetry oraz aktualizacji wartości zapasów. Pierwotna prognoza zysku netto na poziomie 75-80 mln PLN została sporządzona przy założeniu braku takich zdarzeń jednorazowych. Zarząd podkreśla jednocześnie, że prognozowany skonsolidowany zysk netto oczyszczony z wpływu zdarzeń jednorazowych zawiera się w przedziale pierwotnej prognozy. Jednocześnie Zarząd podtrzymuje prognozę skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży na 2017 rok na poziomie 900-950 mln PLN. **W prognozach wyników kwartalnych zwracaliśmy uwagę, że rynek może zacząć spekulować o obniżeniu całorocznej prognozy wyników po rezultatach 1-3Q'17 (<http://bit.ly/2zIraoI>). (J. Szkopek)**

Boryszew

Niedoważaj - z dn. 27.01.17

Wywiad z Zarządem po wynikach

Boryszew zakłada, że w 2018 roku grupa zanotuje kolejny wzrost wyników, choć nie tak spektakularny, jak w tym roku. Kolejny skok, jeśli chodzi o rezultaty finansowe, będzie możliwy w 2019 roku, po uruchomieniu realizowanych projektów inwestycyjnych - poinformował na konferencji prasowej prezes spółki Jarosław Michniuk. Boryszew stawia na rozwój innowacyjności. Grupa opracowała w tym roku jedenaście projektów rozwojowych, z których siedem zostało zakwalifikowanych do dofinansowania środkami unijnymi. W sumie nakłady na projekty mają wynieść 140,4 mln PLN, z czego łączna kwota pozyskanego dofinansowania to 62,5 mln PLN. Aleksander Baryś, członek zarządu i dyrektor finansowy spółki, zapowiedział, że przy założeniu obecnej struktury biznesu wskaźnik ten powinien spaść do 1,5-2 w perspektywie kolejnego roku. Prezes spółki utrzymuje, że zarząd zarekomenduje przeznaczenie części tegorocznego zysku spółki na dywidendę. Boryszew nie zamierza pozbywać się segmentu chemicznego. Spółka chce rozwijać kluczowe produkty z tego obszaru, choć nie wyklucza wygaszenia czy sprzedaży pewnych składowych segmentu - poinformował na konferencji prasowej prezes spółki Jarosław Michniuk. **(J. Szkopek)**

Fasing

Umowa o współpracy w Wietnamie

Fasing poinformował o podpisaniu wstępnej umowy o współpracy, której celem jest powołanie spółki w Wietnamie. Ogólna wartość inwestycji kapitałowej stron umowy oceniana jest na wartość około 30 mln EUR. Z komunikatu wynika, że stronami umowy są: Grupa Kapitałowa Fasing SA, spółka Fasing Maszyny i Konstrukcje Przemysłowe i spółka Tien Lam z siedzibą w Wietnamie. Strony zamierzają utworzyć w kompleksie przemysłowym My An, Gmina My An, okręg Luc Ngan, prowincja Bac Giang, Wietnam spółkę akcyjną prowadzącą działalność w zakresie produkcji łańcuchów, maszyn i narzędzi górniczych. Fasing podał, że jednym z warunków realizacji przedsięwzięcia jest pozyskanie finansowania ze strony banku krajowego. **(J. Szkopek)**

KGHM

Trzymaj - z dn. 02.10.17
Cena docelowa: 124,12 PLN

Wywiad z Zarządem po wynikach

KGHM ma realną szansę wypracować w 2017 roku 20 mld PLN przychodów - poinformował prezes spółki Radosław Domagański-Łabędzki. KGHM liczy na nieco wyższą produkcję srebra; podtrzymuje, że chce wypłacić dywidendę. Prezes podał, że w przyszłym roku zapotrzebowanie Sierra Gorda na kapitał będzie niższe niż planowano wcześniej, podobnie jak ma to miejsce w 2017 roku. Grupa podała, że nakłady kapitałowe na spółki zagraniczne w tym roku będą niższe od budżetowanych i wyniosą nieco ponad 500 mln PLN ((wobec wcześniejszego planu 1 mld PLN). KGHM planuje uruchomić w czwartek instalację prażenia koncentratu miedzi. Opóźnienie w tym zakresie było jedną z przyczyn niższej produkcji miedzi elektrolitycznej przez grupę. Na początku 2018 roku grupa planuje „gruntowny” remont instalacji kotła odzysknicowego w hucie HM Głogów II. Prezes podał, że instalacja ta pracuje bez większych modernizacji od pięciu lat, co zwiększa ryzyko jej awaryjności. KGHM nadal ustala ponadto przyczyny awarii nowego kotła, w Hucie

Miedzi Głogów I, która miała miejsce w październiku. Według słów prezesa, na początku przyszłego roku KGHM rozpocznie negocjacje płacowe w Chile. Według Prezesa presja ze strony związków jest większa niż w Polsce. Spółkę czekają nas trudne negocjacje. **(J. Szkopek)**

Polnord

Niedoważaj – z dn. 16.05.17

Podsumowanie konferencji z zarządem

- **Przekazania:** W wynikach 2017 r. Polnord może rozliczyć około 1000 mieszkań, z czego w samym 4Q'17 ponad 400. Liczba mieszkań rozliczonych w 2018 r. może być zbliżona r/r.
- **Marże:** Spółka wskazuje na około 8% wzrost kosztów budowy. Uwzględniając powyższe, zarząd liczy, że marża deweloperska wyniesie w przyszłym roku około 15-20%.
- **Oferta:** W okresie pierwszych 9M'17 Polnord wprowadził do oferty ok. 1,3 tys. mieszkań, a w całym 2017 r. liczba ta może wzrosnąć do ok. 1,7 tys. lokali. W 2018 r. do oferty może trafić około 1,5 tys. lokali.
- **Grunty:** W 2017 r. Polnord kupił jedną działkę (Gdańsk, Stogi), na której planuje realizację 276 apartamentów wakacyjnych. W 2018 r. spółka zamierza wydać na akwizycję około 40 mln PLN (10 mln PLN kwartalnie).
- **Wycena aktywów:** Zarząd zleci szczegółową wycenę nieruchomości posiadanych przez spółkę, której skutki zobaczymy w wynikach rocznych. Spółka spodziewa się, że efekt netto zmian w wycenach może być względnie neutralny dla wyniku.
- **Sprzedaż aktywów:** Dwa biurowce, które spółka posiada na Wilanowie są już prawie w całości wynajęte (najemcy będą się wprowadzać jeszcze w 1Q'18). Polnord podpisał „umowę wsparcia”, dotyczącą sprzedaży biurowców. Dotychczasowe oferty od potencjalnych kupujących były niesatysfakcjonujące.
- **Podsumowując konferencję, głównym zaskoczeniem była dla nas szacowana przez zarząd liczba mieszkań planowanych do przekazania w latach 2017-2018 (po ok. 1000 szt. rocznie). Jest to zdecydowanie za mało, by zrealizować nasze prognozy ZN'17=22 mln PLN oraz ZN'18=23 mln PLN (zakładając brak zdarzeń jednorazowych). Przy powyższej liczbie rozliczonych mieszkań, osiągnięte przez spółkę wyniki mogą być o połowę niższe. Niewykluczone, że zarząd jest konserwatywny w swoich szacunkach. Z pewnością tempo sprzedaży nie jest barierą w kwestii większej liczby przekazania. Potencjał sprzedażowy Polnordu wynosi obecnie około 1350-1400 mieszkań rocznie. Niewykluczone jednak, że część projektów realizowanych przez spółkę opóźnia się, a przekazania (i wyniki finansowe) skumulują się w 2019 r. Negatywnie oceniamy tempo akwizycji nowych gruntów w Polnordzie. Uważamy, że obecny bank ziemi nie daje gwarancji atrakcyjnych wyników w przyszłości, a rynek gruntów staje się coraz bardziej konkurencyjny. Istnieje szansa na istotne obniżenie zadłużenia Polnordu po sprzedaży biurowców w przyszłym roku. Transakcja byłaby czynnikiem poprawiającym sentyment do dewelopera, niemniej, w naszej ocenie, nie poprawi istotnie atrakcyjności spółki dla akcjonariuszy. Nasza rekomendacja „niedoważaj” pozostaje niezmieniona. (P. Zybala)**

CD Projekt

Sprzedaj – z dn. 02.10.17
Cena docelowa: 74,34 PLN

Wywiad z prezesem

Prezes spółki informuje w wywiadzie, że studio CDR zakończyło w ostatnim czasie ważny etap produkcji gry Cyberpunk 2077. Spółka nie widzi problemu z silnikiem gry, który jak podkreśla Prezes, jest modyfikowany do ostatnich momentów pracy nad produkcją. Koszty produkcji Cyberpunk 2077 będzie istotnie wyższy niż Wiedźmina 3 (koszt W3 to ponad 300 mln PLN wraz z marketingiem, sama produkcja wyniosła ponad 90 mln PLN). Prezes zaznaczył, że istotny wzrost zatrudnienia jest pewnym wyzwaniem organizacyjnym dla spółki. Prezes nie odniósł się do ostatnich informacji zarzucających spółce słabą organizację pracy przy projektach. **Wiadomość neutralna. Prezes nie podał nowych informacji istotnych dla zachowania kursu spółki. (P. Bogusz)**

Wyniki spółek

GNB

Sprzedaj – z dn. 03.11.17
Cena docelowa: 1,27 PLN

Wyniki zgodne z konsensusem

Getin Noble Bank zraportował stratę netto za 3Q 2017 w wysokości 75,1 mln PLN wobec straty netto na poziomie 67,7 mln PLN w 2Q'17 oraz straty na poziomie 26,5 mln PLN w 3Q'16. Strata netto była zgodna z oczekiwaniami rynku (-76,2 mln PLN) oraz niższa od naszej prognozy na poziomie 82,1 mln PLN. Zarówno wynik prowizyjny jak i odsetkowy zanotowały ujemną kwartalną dynamikę na poziomie odpowiednio -0,9% Q/Q oraz 0,5% Q/Q, która była wyższa niż oczekiwał tego konsensus. Jednocześnie GNB zanotował wzrost marży odsetkowej o 6 p.b. Q/Q do poziomu 2,05% wspierany przez dalszą redukcję bilansu (-2,5% Q/Q). Wynik handlowy zanotował znaczący spadek w 3Q'17 ze względu na zysk jednorazowy z tytułu utraty kontroli nad TFI w 2Q'17. Koszty operacyjne spadły w kwartale o 2,3% Q/Q i były nieco lepsze od konsensusu. Saldo rezerw, lekko wspierane sprzedażą NPL (przez 9M 8,8 mln PLN netto), spadło w kwartale o 26,2% Q/Q co przekłada się na koszt ryzyka na poziomie 206 p.b. wobec 275 p.b. w 2Q'17. Wskaźnik wypłacalności TCR wzrósł w 3Q'17 do 16,06% z 15,84% w 2Q'17 zaś CET1 do 12,44% z 12,29%. Uważamy, że wyniki są zgodne z konsensusem przez co nie powinny mieć wpływu na sentyment w dniu dzisiejszym. Cała emisja akcji została zneutralizowana przez stratę jaką GNB poniósł w kwartale a poprawa wskaźników wynika jedynie z redukcji RWA. Jeżeli bank powtórzy stratę także w 4Q'17 to przy rosnącej wadze ryzyka do 150% na FX hipoteki (od 1 grudnia) GNB przestanie spełniać wymogi kapitałowe KNF. Nasza rekomendacja na GNB to sprzedaż. **(M. Konarski, M. Polańska)**

Skonsolidowane wyniki kwartalne GNB w 3Q 2017

(mln PLN)	3Q'16	2Q'17	3Q'17	R/R	Q/Q
Wynik odsetkowy	328,9	327,5	325,7	-1,0	-0,5
Wynik prowizyjny	28,9	40,8	40,4	39,6	-0,9
Wynik handlowy	27,4	168,1	22,2	-18,8	-86,8
Pozostałe przychody	-15,3	-78,7	-26,9	76,0	-65,8
Przychody pozaodsetkowe	41,0	130,2	35,7	-12,9	-72,6
WNDB	369,9	457,7	361,4	-2,3	-21,0
Koszty operacyjne	-207,9	-211,9	-207,0	-0,4	-2,3
Wynik operacyjny	162,0	245,8	154,4	-4,7	-37,2
Saldo rezerw	-194,4	-329,4	-243,0	25,0	-26,2
Udział w zyskach jednostek zależnych	4,4	0,0	5,2	17,1	n.m.
Zysk brutto	-28,0	-83,6	-83,4	198,5	-0,2
Podatek dochodowy	2,3	16,5	8,3	254,9	-49,6
Akcjonariusze niekontrolujący	-0,9	-0,6	0,0	n.m.	n.m.
Zysk Netto	-26,5	-67,7	-75,1	183,0	10,9
Podatek bankowy	0,0	0,0	0,0	n.m.	n.m.
Zysk netto po podatku bankowym	-26,5	-67,7	-75,1	183,0	10,9

Źródło: GNB, Dom Maklerski mBanku, PAP

Wyniki vs. konsensus

(mln PLN)	3Q'17	konsensus	różnica	3Q'17P	różnica
Wynik odsetkowy	325,7	323,7	0,6%	324,7	0,3%
Wynik prowizyjny	40,4	39,4	2,6%	40,9	-1,2%
Koszty operacyjne	-207,0	-209,0	-0,9%	-209,9	-1,4%
Saldo rezerw	-243,0	-241,8	0,5%	-247,1	-1,7%
Zysk netto	-75,1	-76,2	-1,4%	-82,1	-8,5%

Źródło: GNB, Dom Maklerski mBanku, PAP

Skarbiec

Kupuj – z dn. 27.01.17
Cena docelowa: 46,28 PLN

Wyższe od oczekiwań wyniki w 3Q'17

Skarbiec Holding zaraportował zysk netto w 3Q'17 (1 kwartał roku obrotowego) na poziomie 5,1 mln PLN, -46,8% R/R oraz -53,9% Q/Q. Wyniki znalazły się 28% powyżej naszej prognozy na poziomie 4,0 mln PLN. Przychody Skarbca spadły o 26,0% Q/Q ze względu na spadającą opłatę stałą o 2,5% Q/Q oraz przede wszystkim niższe success fee na poziomie 3,0 mln PLN wobec 9,8 mln PLN w 2Q'17. Wyższy od oczekiwań wynik do zasługa niższych kosztów szczególnie po stronie dystrybucji (-7,1% Q/Q) pomimo dobrej sprzedaży w kwartale. Koszty pracownicze pozostały stabilne w kwartale. Oczekujemy pozytywnej reakcji rynku. Kolejna opłata zmienna zaksięgowana w 1Q'17/18 pozwoli na wypłatę wysokiej dywidendy w 2018 roku. (M. Konarski)

Skonsolidowane wyniki kwartalne Skarbiec w 3Q 2017

(mln PLN)	3Q'16	2Q'17	3Q'17	R/R	Q/Q	mDM
Zarządzanie funduszami inwestycyjnymi, w tym:	25,5	29,2	21,9	-14,0%	-25,0%	21,9
- wynagrodzenie stałe	15,8	19,4	18,9	19,4%	-2,5%	19,1
- wynagrodzenie zmienne	9,6	9,8	3,0	-69,1%	-69,7%	2,8
Pozostałe przychody związane z zarządzaniem	1,2	1,7	0,9	-23,7%	-47,7%	1,7
Usługowe prowadzenie ksiąg	0,0	0,0	0,0	n.m.	n.m.	0,0
Pozostałe	0,4	0,3	0,3	-24,1%	7,3%	0,3
Przychody ze sprzedaży	27,0	31,2	23,1	-14,6%	-26,0%	23,9
Amortyzacja	-0,1	-0,1	-0,1	38,1%	7,2%	-0,1
Koszty dystrybucji	-7,2	-10,0	-9,3	27,8%	-7,1%	-10,3
Koszty świadczeń pracowniczych	-3,8	-4,2	-4,2	8,5%	-1,0%	-5,0
Pozostałe koszty działalności operacyjnej	-3,9	-3,5	-3,7	-5,8%	4,1%	-3,9
Koszty razem	-15,1	-17,8	-17,3	14,2%	-3,3%	-19,3
Zysk brutto ze sprzedaży	11,9	13,3	5,8	-51,2%	-56,3%	4,6
Pozostałe przychody operacyjne	0,0	0,1	0,3	n.m.	n.m.	0,1
Pozostałe koszty operacyjne	-0,1	0,1	0,0	n.m.	n.m.	0,1
Zysk z działalności operacyjnej	11,8	13,5	6,1	-48,4%	-54,6%	4,6
Przychody finansowe	0,1	0,1	0,2	66,0%	106,4%	0,1
Koszty finansowe	0,0	0,0	0,0	n.m.	n.m.	0,0
Zysk / (strata) na aktywach trwałych przeznaczonych do sprzedaży	0,1	0,0	0,0	n.m.	n.m.	0,0
Udziały w zyskach (stratach) jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	n.m.	n.m.	0,0
Zysk brutto	12,0	13,5	6,3	-47,2%	-53,4%	4,7
Podatek dochodowy	-2,4	-2,4	-1,2	-49,2%	-51,1%	-0,9
Zysk netto	9,6	11,1	5,1	-46,8%	-53,9%	3,8

Wyniki vs. konsensus

(mln PLN)	3Q'17	konsensus	różnica	3Q'17P	różnica
Przychody	23,1	23,7	-2,7%	23,9	-3,4%
Zysk netto	5,1	4,0	27,8%	3,8	33,2%

Źródło: SKH, Dom Maklerski mBanku, PAP

Synthos

Trzymaj – z dn. 02.10.17

Cena docelowa: 4,62 PLN

Oczyszczone wyniki wyraźnie powyżej oczekiwań, głównie przez produkty styrenowe

W 3Q'17 skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosły 1,7 mld PLN i były o 23% wyższe od naszych oczekiwań oraz 10,2% wyższe od konsensusu. Wyraźnie wyższa od oczekiwań sprzedaż miała miejsce w zakresie sprzedaży produktów styrenopochodnych (+37,5% vs. nasze szacunki), natomiast nieco wyższa w zakresie kauczków i lateksów (+7,4% vs. nasze szacunki).

Synthos w 3Q'17 dokonał odpisu wartości instalacji do wytwarzania kauczków typu SSBR, uruchomionej w 3Q'15 na kwotę 119 mln PLN. Dodatkowo wyniki obciąża kwota odpisu 28 mln PLN, która może naszym zdaniem być do segmentu produktów styrenowych. Bez uwzględnienia powyższych odpisów wynik EBITDA w 3Q'17 jest o około 56% wyższy od konsensusu, a wynik netto około 78% wyższy od konsensusu.

Przyczyny dużego odchylenia rezultatów znajdujemy przede wszystkim w segmencie produktów styrenopochodnych, gdzie wynik EBITDA wyniósł 154 mln PLN w 3Q'17 i był wyraźnie powyżej naszych prognoz (44,5 mln PLN). Warto wspomnieć, że w segmencie może jeszcze znajdować się brakująca wartość odpisu na kwotę 28 mln PLN, co zwiększałoby wartość pozytywnego odchylenia. Przyczyną bardzo dobrych wyników segmentu jest naszym zdaniem sezon huraganów w USA, w tym przede wszystkim Harvey, jaki miał miejsce w drugiej połowie września. Po huraganie wskazywaliśmy w Espresso Surowcowym, że marże na produktach styrenowych wyraźnie wzrosły, jako że w Teksasie zlokalizowanych było nawet 60% łącznych mocy produkcji etylenu w USA (<http://bit.ly/2zJNNsQ>). Huragan podniósł marże na produktach styrenowych na czym mógł w 3Q'17 skorzystać Synthos.

W przypadku segmentu kauczków i lateksów wynik EBITDA w 3Q'17 wyniósł 86 mln PLN vs. nasze szacunki 88 mln PLN. Tym samym segment zareagował na słabsze makro w obszarze kauczków syntetycznych i butadienu, które jeszcze bardziej się pogorszyło w 4Q'17.

Synthos w 3Q'17 zanotował przepływ gotówki z działalności operacyjnej na poziomie 424 mln PLN (vs. +100 mln PLN w 3Q'17) – efekt bardzo dobrego 1Q'17 w segmencie kauczków. Dług netto spadł na przestrzeni kwartału z 1,9 mld PLN do 1,6 mld PLN.

Oczyszczone wyniki 3Q'17 są wyraźnie wyższe od oczekiwań, głównie za sprawą wyraźnej poprawy w segmencie produktów styrenowych. Naszym zdaniem głównie miał na to wpływ sezon huraganów w USA (szczególnie Harvey). Obecnie po bardzo dobrym pod względem przepływów gotówki kwartale dług netto do EBITDA'12 wyniósł na koniec 3Q'17 2,4x, ale jeśli oczyścimy wyniki o zdarzenia jednorazowe, to będzie już 1,7x. Obecnie na rachunkach Synthos po 3Q'17 jest ponad 900 mln PLN wolnych środków pieniężnych (0,68 PLN/akcja), co może zwrócić uwagę rynku w kontekście potencjalnej dywidendy. Wyniki oceniamy pozytywnie. Rynek może zinterpretować dobre rezultaty 3Q'17 jako konieczność podwyższenia ceny w wezwaniu w celu jego powodzenia. (J. Szkopek)

Skonsolidowane wyniki kwartalne Synthos w 3Q 2017

(mln PLN)	3Q'17P	3Q'16	zmiana	3Q'17P	różnica	konsensus (mediana)	różnica	2017P	2016	zmiana
Przychody	1 725,0	1 196,0	44,2%	1 402,5	23,0%	1 566,0	10,2%	6 653,0	4 755,0	39,9%
EBITDA	151,0	145,0	4,1%	166,1	-9,1%	191,4	-21,1%	890,0	662,0	34,4%
marża EBITDA	8,8%	12,1%	-	11,8%	-	12,2%	-	13,4%	13,9%	-
EBIT	92,0	93,0	-1,1%	103,4	-11,0%	131,1	-29,8%	635,9	451,0	41,0%
Zysk brutto	14,0	96,0	-85,4%	75,6	-	-	-	633,2	335,0	89,0%
Zysk netto	10,0	81,0	-87,7%	64,3	-	88,3	-	530,5	278,0	90,8%

Źródło: Synthos, Dom Maklerski mBanku, PAP

Unibep

Kupuj – z dn. 03.11.17

Cena docelowa: 14,00 PLN

3Q'17: Zysk netto zrealizowany, choć struktura wyniku zaskakująca

Na zysku netto Unibep przekroczył naszą prognozę oraz konsensus analityków o 8-10%, mimo, że na EBITDA wynik okazał się o 30-40% niższy od prognoz. Po raz kolejny w tym roku znaczna część zysku znajduje się w działalności finansowej, co ma między innymi związek z zyskami na instrumentach zabezpieczających kontrakty oraz zyskami z inwestycji JV. Strata segmentu drogowego w 3Q'17 okazała się wyższa od naszych prognoz (-5,5 mln PLN vs. -1,1 mln PLN). Odpowiednio wyższe okazały się natomiast zyski z projektów JV (deweloperka), stąd zysk przed opodatkowaniem był tylko o 1 mln PLN (12%) niższy od naszej prognozy. Zadłużenie Unibepu utrzymuje się na niskim poziomie. Na koniec września spółka miała 11 mln PLN długu netto vs. 59 mln PLN długu rok temu. **Podsumowując, wyniki Unibepu oceniamy neutralnie. Wprawdzie zysk minionego kwartału koncentrował się w innych obszarach niż zakładaliśmy, niemniej "bottom line" prezentuje się dobrze i pozwala realnie oczekiwać realizacji naszej rocznej prognozy ZN=37 mln PLN (P/E=9,5x). Portfel zamówień na 2018 r. wynosi 1,4 mld PLN i w 75% wypełnia naszą prognozę, co dobrze wróży naszym szacunkom na 2018 r. (ZN=45 mln PLN, P/E=7,8x). (P. Zybala)**

Skonsolidowane wyniki kwartalne Unibepu w 3Q 2017

(mln PLN)	3Q'17	3Q'16	zmiana	3Q'17P	różnica	konsensus	różnica	9M'17	9M'16	zmiana
Przychody	397,8	316,7	25,6%	370,9	7,3%	410,2	-3,0%	1 071,0	818,3	30,9%
Zysk brutto ze sprz.	10,3	21,5	-52,1%	19,7	-47,7%			48,1	54,0	-10,9%
EBITDA	8,1	16,0	-49,3%	11,1	-27,3%	13,2	-38,7%	26,5	35,6	-25,6%
EBIT	5,5	13,8	-59,9%	8,8	-37,1%	10,5	-47,4%	19,1	29,3	-34,7%
marża	1,4%	4,4%	-	2,4%	-	2,6%		1,8%	3,6%	-
Zysk brutto	9,0	10,6	-15,3%	10,2	-11,8%			28,6	28,7	-0,1%
Zysk netto	8,6	8,1	6,5%	7,9	8,4%	7,8	10,3%	23,3	22,0	5,9%

Źródło: Unibep, Dom Maklerski mBanku, PAP

Elektrobudowa

Kupuj - z dn. 01.09.17

Cena docelowa: 134,0 PLN

3Q'17: Dobra struktura wyników. Prognozy zarządu podtrzymane

Opublikowana w pierwszej połowie listopada wstępna informacja o wynikach była dla nas rozczarowaniem. W komentarzu do wyników wskazywaliśmy na ryzyko obniżenia naszych całorocznych prognoz o 10-15%. Tymczasem publikacja pełnych danych wskazuje, że temat korekty prognoz nie jest jeszcze przesądzony. Sam zarząd na 1,5 miesiąca przed końcem roku podtrzymuje prognozę, która na zysku netto jest o 4% wyższa od naszej. To wskazywałoby, że relatywnie niskie wyniki 3Q'17 powinny wyraźnie odbić w ostatnim kwartale roku do poziomu ok. 20 mln PLN (zysk netto). Patrząc na sam 3Q'17, przyczynami braku realizacji naszych prognoz były (1) niskie przychody w segmentach realizacji projektów i automatyki (2) słaba rentowność w segmencie produkcji. Poza powyższymi dwoma kwestiami, rachunek wyników Elektrobudowy nie przyniósł niespodzianek. Pozytywnie oceniamy utrzymanie wysokiej pozycji gotówkowej netto, która na koniec września wyniosła 92 mln PLN vs. 36 mln PLN na koniec września 2016 r., pomimo wypłaty pierwszej transzy dywidendy. Ponadto, pozycja bilansowa "należności z tytułu dostaw i usług" kryje lokaty na kwotę 30 mln PLN. Bilans okazuje się więc bardzo silną stroną Elektrobudowy. Saldo wyceny kontraktów budowlanych (z przewagą zobowiązań) spadło do najniższego poziomu od 17 miesięcy. Łącznie kwoty należne od odbiorców na kontaktach realizowanych dla PSE (Stacje Skawina i Byczyna) spadły do około 50 mln PLN, podczas gdy jeszcze rok temu przekraczały 200 mln PLN. Saldo rezerw utrzymało się na koniec września powyżej 50 mln PLN. Największym problemem Elektrobudowy pozostaje niska liczba zamówień na rynku i kurczący się backlog, który w samym 3Q'17 spadł o 11% do 932 mln PLN. Na dzisiejszym spotkaniu inwestorskim perspektywa nowych zamówień będzie zapewne tematem nr 1. **Podsumowując, po wcześniejszym rozczarowaniu wstępnymi danymi, pełna informacja finansowa, stawia wyniki Elektrobudowy w lepszym świetle. Wydaje się, że na 1,5 miesiąca przed końcem roku wiedza zarządu nt. perspektyw realizacji rocznego budżetu powinna być duża, stąd nasza prognoza ZN'17=49 mln PLN (P/E=7,7x), znów nabrała realnych kształtów. Wymagałoby to jednak od Elbudowy powtórzenia bardzo dobrych marż z 2Q'17. Podtrzymujemy opinię, że ostatnie spadki kursu Elektrobudowy poszły za daleko, tym bardziej że pozycja gotówkowa spółki wygląda wyjątkowo dobrze. Zapewne zachęci to właścicieli do rekomendacji kolejny raz z rzędu wysokiej dywidendy z zysku za 2017 r. Przy powtórzeniu ubiegłorocznej wypłaty DYield wyniosłby 12,5%. (P. Zybala)**

Skonsolidowane wyniki kwartalne Elektrobudowy w 3Q 2017

(mln PLN)	3Q'17	3Q'16	zmiana	3Q'17P	różnica	9M'17	9M'16	zmiana
Przychody	251,5	251,7	-0,1%	279,8	-10,1%	607,6	779,9	-22,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	20,3	25,5	-20,4%	26,9	-24,7%	59,3	73,9	-19,8%
EBITDA	19,4	22,9	-15,2%	23,7	-18,1%	47,2	52,9	-10,8%
EBIT	15,8	19,5	-19,2%	20,2	-22,1%	36,4	42,9	-15,1%
marża	6,3%	7,7%	-	7,2%	-	6,0%	5,5%	-
Zysk brutto	17,3	21,6	-20,0%	22,1	-21,8%	39,0	49,8	-21,7%
Zysk netto	12,9	17,2	-24,9%	17,3	-25,1%	30,1	40,1	-24,9%

Źródło: Elektrobudowa, Dom Maklerski mBanku

Robyg

Kupuj - z dn. 01.09.17

Cena docelowa: 4,25 PLN

3Q'17: Wynik znacznie powyżej konsensusu

Robyg zaraportował wyraźnie wyższe od oczekiwań wyniki finansowe za 3Q'17 (+58% względem konsensusu, +89% względem naszych prognoz). W minionym kwartale spółka rozpoznała w przychodach ok. 400 lokali vs. 475 szt. w 3Q'16, co pozwoliło osiągnąć zbliżone wyniki r/r na poziomie ZN. Pozytywne zaskoczenie dotyczyło przychodów i pierwszej marży, która osiągnęła 29,5% vs. prognozowane 26,2% vs. 25,5% rok wcześniej. W pozostałych pozycjach rachunku wyników brak większych odchyleń. Pozytywnie oceniamy cash flow. Dług netto spadł na koniec września o 23% r/r do 312 mln PLN. **Podsumowując, wyniki Robyga oceniamy pozytywnie. Są one nominalnie bardzo dobre (wysokie przychody per mieszkanie, rosnące marże) oraz wyraźnie przekraczają konsensus. Podtrzymujemy nasze prognozy na cały rok. Przypominamy, że ponad połowa rocznego wyniku spółki zostanie wygenerowana w ostatnim kwartale roku. (P. Zybala)**

Skonsolidowane wyniki kwartalne Robyg w 3Q 2017

(mln PLN)	3Q'17	3Q'16	zmiana	3Q'17P	różnica	konsensus	różnica	9M'17	9M'16	zmiana
Przychody	135,3	104,2	29,8%	124,2	8,9%	119,4	13,3%	349,9	301,6	16,0%
Zysk brutto na sprzedaży	39,9	26,6	49,8%	32,6	22,3%			90,0	64,5	39,4%
marża	29,5%	25,5%	-	26,2%	-			25,7%	21,4%	-
Zysk z JV	0,3	9,5	-97,2%	0,4	-32,7%			6,3	38,2	-83,5%
EBIT	23,6	23,2	1,6%	17,5	35,2%	16,5	43,2%	72,4	65,4	10,8%
Zysk brutto	22,8	21,4	6,9%	15,5	47,5%			68,3	57,3	19,3%
Zysk netto	18,1	19,9	-8,7%	9,6	88,5%	11,5	57,7%	46,6	56,8	-18,1%

Źródło: Robyg, Dom Maklerski mBanku, PAP

Pozostałe wiadomości ze spółek

Apator	Andrzej Szostak złożył rezygnację z funkcji prezesa Apatora; RN powołała na to stanowisko Mirosława Klepackiego.
Atende	Atende ocenia, że szansa na utrzymanie w '17 EBIT na porównywalnym r/r poziomie jest duża.
Capital Park	Capital Park rozpoczyna budowę rewitalizację Fabryki Norblina w Warszawie. Wartość inwestycji to 1 mld PLN (Puls Biznesu).
Dino	Wywiad z prezesem: - Dino chce w '18 utrzymać wysoki wzrost LFL - na otwarcia nowych sklepów w '18 planuje przeznaczyć ok. 600 mln PLN vs ok. 450-500 mln PLN w '17
ES-System	Wywiad z prezesem: - wartość portfela zamówień jest wyższa r/r - spółka spodziewa się dobrego 4Q, choć nie można wykluczyć przesunięć w harmonogramie inwestycji - w 3Q export stanowił 18,1% wartości sprzedaży (YTD 22,8%)
Fasing	Fasing podpisał wstępną umowę o współpracy, której celem jest powołanie spółki w Wietnamie. Ogólna wartość inwestycji kapitałowej stron umowy oceniana jest na wartość ok. €30 mln.
LUG	Wywiad z prezesem: - LUG chce w 4Q powtórzyć wyniki z 3Q na poziomie przychodów i zysku netto - spółka planuje wypłatę dywidendy z zysku za '17 - przeniesienie notowań na rynek główny może nastąpić w lutym '18
PA Nova	PA Nova oczekuje, że jej wynik finansowy za 2017 rok będzie wyższy r/r – wiceprezes.
PKN Orlen	PKN Orlen wyemituje obligacje o wartości do 1 mld PLN.
Polska	Morawiecki, MR: - Reforma OFE nastąpi w ciągu 12-24 miesięcy - Inwestycje w Polskę w '17 wyniosą 355-360 mld PLN, tj. 18% PKB
PZU	Wywiad z prezesem: - PZU w styczniu '18 zamierza przedstawić aktualizację strategii - Ocenia, że nie uda się trwale utrzymać obecnego poziomu wskaźnika mieszanego w ubezpieczeniach komunikacyjnych - Spółka chce, by dywidenda na akcję z zysku za '17 była wyższa r/r
Selvita	Wywiad z prezesem: - Selvita oczekuje wyraźnego wzrostu sprzedaży grupy i rentowności w najbliższych latach - spółka chce utrzymać 30-proc. tempo rozwoju segmentu usługowego - wartość portfela zamówień 3Q wyniosła 100,4 mln PLN (59% r/r) - Selvita chce przeprowadzić planowaną emisję akcji jak najszybciej, ale decyzję uzależnia od wyjaśnienia sprawy zawieszenia przez FDA projektu SEL24

Kalendarium spółek

Data	Spółka	Wydarzenie
16 lis	Apator	Publikacja wyników 3Q'17
16 lis	Elektrobudowa	Spotkania ze spółką (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
16 lis	Elektrotim	Publikacja wyników 3Q'17
16 lis 11:30	Getin Noble	Konferencja wynikowa 3Q'17 (ul. Przyokopowa 33, Warszawa)
16 lis	Monnari	Publikacja wyników 3Q'17
16 lis	Polwax	Publikacja wyników 3Q'17
16 lis 11:00	Redan	Konferencja wynikowa 3Q'17 (Sala Paryż, Hotel Sheraton, Warszawa)
16 lis 13:00	Robyg	Konferencja wynikowa 3Q'17 (DH VITKAC, ul. Bracka 9, Warszawa)
16 lis	TXM	Publikacja wyników 3Q'17
16 lis	Ulma	Publikacja wyników 3Q'17
17 lis 12:00	Alumetal	Konferencja wynikowa 3Q'17 (Hotel Sharaton, ul. B. Prusa 2, Warszawa)
17 lis	Comarch	Konferencja wynikowa 3Q'17 (ul. Życzkowskiego 4, Kraków + konferencja wynikicomarch.tvip.pl)
17 lis 12:30	Enter Air	Konferencja wynikowa 3Q'17 (siedziba Enter Air, ul. 17 stycznia 74, Warszawa)
17 lis	Gino Rossi	Publikacja wyników 3Q'17
17 lis 10:00	JSW	Konferencja wynikowa 3Q'17 (GPW, ul. Książęca 4, Warszawa)
20 lis	Asseco Poland	Publikacja wyników 3Q'17
20 lis	BBi Development	Publikacja wyników 3Q'17
20 lis	PBKM	Publikacja wyników 3Q'17
20 lis 10:00	Wielton	Konferencja wynikowa 3Q'17 (Hotel Regent, ul. Belwederska 23, Warszawa)
21 lis	AmRest	Publikacja wyników 3Q'17
21 lis	Atal	Publikacja wyników 3Q'17
21 lis 13:00	LPP	Konferencja wynikowa 3Q'17 (GPW, ul. Książęca 4, Warszawa)
21 lis	Torpol	Publikacja wyników 3Q'17
22 lis 11:00	Atal	Konferencja wynikowa 3Q'17 (Radisson, ul. Grzybowska 24, Warszawa)
22 lis	CD Projekt	Publikacja wyników 3Q'17
23 lis	Enea	Publikacja wyników 3Q'17
23 lis 13:00	Apator	Konferencja wynikowa 3Q'17 (Hotel Sharaton, ul. B. Prusa, Warszawa)
23 lis	PCM	Publikacja wyników 3Q'17
24 lis	Elemental	Publikacja wyników 3Q'17
27 lis	Echo Investment	Publikacja wyników 3Q'17
28 lis	Echo Investment	Konferencja wynikowa 3Q'17 (Q22, ul. Jana Pawła II 22, Warszawa)
28 lis	PKP Cargo	Publikacja wyników 3Q'17
29 lis	Ailleron	Publikacja wyników 3Q'17
29 lis	Alumetal	Publikacja wyników 3Q'17
29 lis	Amica	Publikacja wyników 3Q'17
29 lis	Archicom	Publikacja wyników 3Q'17
29 lis	Famur	Publikacja wyników 3Q'17
29 lis	Forte	Publikacja wyników 3Q'17
29 lis	Herkules	Publikacja wyników 3Q'17
29 lis 11:00	Kino Polska	Konferencja wynikowa 3Q'17 (Hotel Westin, Warszawa)

Kalendarium makro

Czwartek, 16 listopada 2017					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
00:50	Japonia	Zagraniczne inwestycje w obligacje japońskie	11 listopada		90,40 mld
00:50	Japonia	Zagraniczne inwestycje w akcje japońskie	11 listopada		-12,40 mld
00:50	Japonia	Japońskie inwestycje w zagraniczne obligacje	11 listopada		729,70 mld
00:50	Japonia	Japońskie inwestycje w zagraniczne akcje	11 listopada		-169,70 mld
10:30	UK	Sprzedaż detaliczna	Październik	0,28% m/m; -0,30% r/r	-0,80% m/m; 1,20% r/r
10:30	UK	Sprzedaż detaliczna bez samochodów	Październik		-0,70% m/m; 1,60% r/r
11:00	UE	Bazowa inflacja CPI	Październik	0,90% r/r	1,10% r/r
11:00	UE	Inflacja CPI	Październik	0,50% m/m; 1,40% r/r	0,40% m/m; 1,50% r/r
14:30	USA	Osób pobierających zasiłek dla bezrobotnych	4 listopada		1901 tys.
14:30	USA	Eksport	Październik		0,80% m/m; 2,90% r/r
14:30	USA	Indeks Fed z Filadelfii	Listopad	20,00	27,90
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni	11 listopada	235 tys.	239 tys.
14:30	USA	Indeks cen importu	Październik		0,70% m/m; 2,70% r/r
15:15	USA	Wykorzystania mocy produkcyjnych	Październik	76,45% m/m	76,00% m/m
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	Październik	0,62% m/m;	0,30% m/m; 1,60% r/r
16:00	USA	NAHB Indeks rynku nieruchomości	Listopad	67	68
16:30	USA	Zapasy gazu ziemnego	10 listopada		3790 mld
Piątek, 17 listopada 2017					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
10:00	UE	Bilans obrotów kapitałowych	Wrzesień		0,50 mld
10:00	UE	Bilans obrotów bieżących	Wrzesień		33,30 mld
10:00	UE	Bilans obrotów finansowych	Wrzesień		41,10 mld
11:00	UE	Zamówienia budowlane	Wrzesień		-0,20% m/m; 1,60% r/r
14:00	Polska	Przeciętne wynagrodzenie	Październik		-0,40% m/m; 6,10% r/r
14:30	USA	Pozwolenia na budowę	Październik		1215 tys. m/m
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	Październik		1127 tys. m/m
Poniedziałek, 20 listopada 2017					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
01:50	Japonia	Eksport	Październik		14,10%
01:50	Japonia	Import	Październik		12,00%
01:50	Japonia	Bilans handlu zagranicznego	Październik		670 mld
06:30	Japonia	Indeks aktywności w przemyśle	Wrzesień		0,10% m/m
08:00	Niemcy	Inflacja PPI	Październik		0,30% m/m; 3,10% r/r
12:00	UK	CBI Wskaźnik zamówień	Listopad		-2
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa	Październik		6,00% m/m; 4,30% r/r
14:00	Polska	Produkcja manufakturowa	Październik		-12,20% m/m; 2,50% r/r
14:00	Polska	Inflacja PPI	Październik		0,40% m/m; 3,10% r/r
14:00	Polska	Sprzedaż detaliczna	Październik		8,60% r/r
16:00	USA	Indeks wskaźników wyprzedzających	Październik		-0,20%
Wtorek, 21 listopada 2017					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	Październik		5,39 mln
Środa, 22 listopada 2017					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku bez śr. trans.	Październik		0,70% m/m
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku	Październik		2,20% m/m

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E 2017	P/E 2018	EV/EBITDA 2017	EV/EBITDA 2018
Finanse						+4,7%	14,5	13,0		
Alior Bank	kupuj	2017-03-16	71,97	90,00	70,50	+27,7%	22,4	10,6		
BZ WBK	akumuluj	2017-11-03	358,50	377,87	364,50	+3,7%	17,2	15,0		
Getin Noble Bank	sprzedaj	2017-11-03	1,61	1,27	1,53	-17,0%	-	21,1		
Handlowy	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	77,20	+10,1%	18,2	14,3		
ING BSK	redukuj	2017-04-05	171,00	152,39	202,00	-24,6%	18,0	15,9		
Millennium	sprzedaj	2017-05-08	7,06	5,81	8,19	-29,1%	15,7	13,8		
Pekao	akumuluj	2017-07-18	131,25	145,42	121,60	+19,6%	13,7	13,0		
PKO BP	redukuj	2017-03-01	33,28	31,20	39,60	-21,2%	16,9	14,9		
Komercni Banka	akumuluj	2017-09-01	966,50	1 111 CZK	905,10	+22,7%	11,9	11,6		
Erste Bank	trzymaj	2017-09-01	35,50	35,98 EUR	37,33	-3,6%	13,0	11,6		
OTP Bank	trzymaj	2017-11-03	10 715	10 901 HUF	9 950	+9,6%	10,6	10,9		
PZU	akumuluj	2017-09-01	48,50	51,83	44,31	+17,0%	14,2	11,7		
Kruk	kupuj	2017-10-02	293,45	340,17	279,00	+21,9%	14,9	13,0		
Prime Car Management	kupuj	2017-01-27	34,91	46,43	24,79	+87,3%	7,2	6,5		
Skarbiec Holding	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	25,03	+84,9%	6,3	5,5		
Chemia						+15,9%	10,2	10,9	6,2	6,0
Ciech	kupuj	2017-10-02	65,16	79,54	56,60	+40,5%	8,5	8,2	5,3	4,9
Grupa Azoty	trzymaj	2017-10-02	79,80	80,77	70,00	+15,4%	14,7	13,5	7,1	6,4
Polwax	kupuj	2017-09-01	13,54	20,53	10,49	+95,7%	5,3	5,1	4,1	5,6
Synthos	trzymaj	2017-10-02	5,14	4,62	4,77	-3,1%	11,9	14,3	9,6	9,4
Paliwa						-0,6%	8,7	12,6	4,8	5,9
Lotos	sprzedaj	2017-11-03	66,37	51,61	63,17	-18,3%	9,6	14,5	5,8	6,7
MOL	trzymaj	2017-10-02	3 000	3 077 HUF	3 068	+0,3%	7,2	10,6	4,3	5,0
PGNiG	kupuj	2017-11-03	6,63	7,73	6,13	+26,1%	9,9	8,9	4,5	4,0
PKN Orlen	sprzedaj	2017-10-02	121,70	86,55	122,00	-29,1%	7,9	16,8	5,0	8,5
Energetyka						+12,5%	5,4	6,1	4,6	4,3
CEZ	akumuluj	2017-11-03	481,30	512,33 CZK	476,20	+7,6%	14,4	15,1	7,6	7,3
Enea	trzymaj	2017-10-02	14,80	14,59	11,63	+25,5%	5,0	5,2	4,6	4,1
Energia	akumuluj	2017-10-02	11,65	14,49	11,60	+24,9%	6,5	6,1	4,6	4,2
PGE	trzymaj	2017-10-02	13,30	13,61	11,99	+13,5%	5,4	6,5	4,1	4,3
Tauron	trzymaj	2017-10-02	3,75	3,64	3,07	+18,6%	3,7	4,3	4,2	4,7
Telekomunikacja, media, IT						+3,9%	24,0	18,1	7,3	7,0
Netia	trzymaj	2017-09-01	3,90	4,00	4,15	-3,6%	-	-	4,5	5,3
Orange Polska	kupuj	2017-06-30	5,15	7,10	5,45	+30,3%	93,1	42,6	4,6	4,7
Agora	akumuluj	2017-10-02	17,10	18,80	14,80	+27,0%	464,9	44,3	6,1	5,8
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2017-11-03	24,58	24,40	24,16	+1,0%	14,6	12,5	7,3	7,0
Wirtualna Polska	kupuj	2017-11-03	43,00	53,00	44,25	+19,8%	24,0	18,1	11,1	9,1
Asseco Poland	redukuj	2017-11-03	47,00	44,80	44,06	+1,7%	14,7	14,7		
CD Projekt	sprzedaj	2017-10-02	116,25	74,34	107,00	-30,5%	52,1	107,8	41,2	84,0
Comarch	akumuluj	2017-11-03	163,50	185,00	163,00	+13,5%	20,8	16,1	9,5	7,5
Przemysł, metale						+15,0%	14,4	11,7	9,4	6,4
Famur	kupuj	2017-09-01	5,81	6,84	5,30	+29,1%	24,5	16,4	10,0	6,4
Kemel	akumuluj	2017-11-03	48,25	58,70	47,00	+24,9%	6,0	8,2	5,0	6,2
Kęty	trzymaj	2017-09-01	402,10	414,09	382,60	+8,2%	14,4	12,6	9,4	8,4
KGHM	trzymaj	2017-10-02	117,40	124,12	112,15	+10,7%	13,3	8,2	5,4	5,1
Stelmot	kupuj	2017-09-01	22,20	28,94	18,95	+52,7%	21,7	11,7	12,1	7,4
Budownictwo						+51,1%	9,7	9,1	4,0	4,3
Budimex	kupuj	2017-07-24	229,50	267,00	176,00	+51,7%	9,9	10,2	3,4	4,0
Elektrobudowa	kupuj	2017-09-01	109,50	134,00	79,98	+67,5%	7,7	8,1	3,9	4,1
Erbud	kupuj	2017-11-03	24,70	29,80	23,40	+27,4%	11,3	10,2	4,1	4,5
Unibep	kupuj	2017-11-03	9,90	14,00	9,99	+40,1%	9,5	7,8	7,2	5,4
Deweloperzy						+24,9%	9,1	7,2	10,3	7,9
Atal	akumuluj	2017-09-01	40,40	45,00	42,74	+5,3%	9,1	8,7	7,9	7,9
Capital Park	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	5,53	+46,3%	39,4	7,2	115,9	13,4
Dom Development	kupuj	2017-09-01	82,25	101,10	77,40	+30,6%	10,0	8,2	8,0	6,6
Echo	kupuj	2017-10-02	5,19	6,42	4,55	+41,1%	6,1	6,2	11,2	6,6
GTC	trzymaj	2017-08-02	9,62	9,59	8,97	+6,9%	7,9	11,6	10,3	14,5
LC Corp	kupuj	2017-09-26	2,69	3,54	2,54	+39,4%	9,5	6,0	13,3	8,5
Robyg	kupuj	2017-09-01	3,40	4,25	3,12	+36,2%	8,8	6,3	6,7	5,5
Handel						+14,8%	33,0	21,3	13,8	9,9
AmRest	kupuj	2017-09-01	357,00	422,00	358,55	+17,7%	40,7	25,6	13,8	10,2
CCC	akumuluj	2017-10-02	276,00	308,00	249,70	+23,3%	30,4	20,9	17,9	13,4
Eurocash	kupuj	2017-10-02	38,62	44,30	28,22	+57,0%	33,0	14,0	12,2	7,4
Jeronimo Martins	akumuluj	2017-11-03	15,85	17,10 EUR	15,69	+9,0%	24,1	21,7	10,6	9,7
LPP	trzymaj	2017-10-02	8 172	8 400	8 080	+4,0%	33,5	26,3	17,5	14,7
TXM	kupuj	2017-11-03	1,99	5,77	1,79	+222,3%	-	6,0	-	3,8
Inne						+12,6%	11,1	9,6	7,0	6,2
PBKM	akumuluj	2017-10-02	63,00	66,30	58,90	+12,6%	11,1	9,6	7,0	6,2

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						11,7	10,9	7,4	6,2
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	48,00	+2,1%	13,0	10,7	9,4	7,9
Amica	równoważ	2016-06-16	186,00	130,90	-29,6%	6,4	8,1	5,5	5,3
Apator	równoważ	2017-07-31	31,29	26,15	-16,4%	11,7	10,3	7,6	6,8
Boryszew	niedoważaj	2017-01-27	11,20	9,35	-16,5%	11,6	11,1	8,0	7,5
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	1,88	-26,3%	7,6	6,1	7,0	5,6
Ergis	przeważaj	2016-09-28	5,75	5,38	-6,4%	8,1	7,2	5,5	4,9
Forte	niedoważaj	2017-08-31	74,02	61,30	-17,2%	16,3	13,2	12,5	10,6
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	65,00	+2,4%	24,9	19,5	12,5	10,4
Mangata	równoważ	2016-10-26	112,55	90,99	-19,2%	12,5	11,0	7,1	6,4
Pfleiderer Group	przeważaj	2017-11-08	36,65	35,70	-2,6%	21,1	15,6	6,0	5,6
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	2,84	-4,7%	11,0	5,1	8,4	4,6
Tarczyński	równoważ	2017-05-31	11,20	11,80	+5,4%	8,7	12,9	5,3	5,9
Budownictwo						15,5	11,6	6,5	5,6
Elektrotim	niedoważaj	2017-10-24	9,76	7,61	-22,0%	708,8	14,3	11,1	5,8
Herkules	równoważ	2017-10-24	3,60	3,34	-7,2%	13,6	11,5	6,5	5,9
Torpol	równoważ	2017-10-24	10,93	7,39	-32,4%	-	7,8	17,7	3,9
Trakcja	niedoważaj	2017-10-24	10,30	7,55	-26,7%	13,8	11,1	5,6	5,3
Ulma	równoważ	2016-12-12	63,50	70,00	+10,2%	17,3	11,7	4,0	3,3
ZUE	niedoważaj	2017-09-14	9,20	7,11	-22,7%	-	19,0	-	8,3
Deweloperzy						7,8	6,9	10,4	6,0
Archicom	przeważaj	2017-01-10	15,24	14,40	-5,5%	8,2	6,2	7,4	6,0
BBI Development	równoważ	2017-06-02	0,73	0,60	-17,8%	-	6,9	67,6	5,9
JWC	równoważ	2016-11-09	4,50	4,63	+2,9%	6,7	5,6	6,8	5,6
Lokum Deweloper	przeważaj	2017-09-14	16,30	16,85	+3,4%	7,4	5,4	6,8	4,9
PA Nova	równoważ	2016-09-12	25,89	20,06	-22,5%	7,0	7,8	10,4	11,2
Polnord	niedoważaj	2017-05-16	10,00	7,97	-20,3%	11,9	11,1	42,1	23,4
Ronson	niedoważaj	2017-03-06	1,80	1,47	-18,3%	15,8	15,4	18,0	16,9
Handel						13,4	10,3	7,8	6,2
Bytom	równoważ	2017-09-13	2,67	2,40	-10,1%	15,0	11,8	10,1	8,1
Gino Rossi	przeważaj	2017-08-25	1,78	0,97	-45,5%	5,8	3,8	4,6	3,5
Monnari	przeważaj	2017-09-13	8,93	7,48	-16,2%	12,2	8,7	6,1	4,3
Vistula	przeważaj	2017-08-25	3,26	3,45	+5,8%	14,5	13,2	9,6	8,6

Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej (2017-10-15)

	Cena	2016	P/E 2017	2018	2016	ROE 2017	2018	2016	P/BV 2017	2018	2016	DY 2017	2018
POLSKIE BANKI													
Alior Bank	70,50	11,5	22,4	10,6	13%	6%	12%	1,5	1,4	1,2	0,0%	0,0%	0,0%
BZ WBK	364,50	17,6	17,2	15,0	11%	11%	11%	1,9	1,7	1,5	5,9%	1,5%	0,0%
Getin Noble Bank	1,53	-	-	21,1	-1%	-2%	1%	0,3	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	77,20	16,8	18,2	14,3	9%	8%	10%	1,5	1,5	1,4	6,1%	6,0%	5,5%
ING BSK	202,00	21,0	18,0	15,9	12%	12%	12%	2,5	2,0	1,8	2,1%	0,0%	1,4%
Millennium	8,19	14,2	15,7	13,8	10%	9%	9%	1,4	1,3	1,1	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	121,60	14,0	13,7	13,0	10%	10%	11%	1,4	1,4	1,4	7,2%	7,1%	6,6%
PKO BP	39,60	17,2	16,9	14,9	9%	8%	9%	1,5	1,3	1,2	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		16,8	17,2	14,6	10%	8%	10%	1,5	1,4	1,3	1,1%	0,0%	0,0%
INWESTORZY POLSKICH BANKÓW													
BCP	0,252	-	22,9	11,0	-1%	3%	6%	0,5	0,6	0,6	0,0%	0,0%	0,8%
Citigroup	71,730	15,2	13,7	12,1	6%	7%	7%	1,0	0,9	0,9	0,6%	1,3%	2,0%
Commerzbank	11,830	19,1	32,8	16,7	2%	1%	3%	0,5	0,5	0,5	0,0%	0,0%	0,7%
ING	15,300	13,2	11,6	11,3	9%	10%	10%	1,2	1,2	1,1	4,4%	4,6%	4,7%
KBC	69,900	13,1	11,6	12,1	15%	15%	14%	1,9	1,7	1,6	4,2%	4,4%	4,5%
UCI	16,760	-	13,0	11,0	-13%	7%	6%	0,4	0,7	0,7	0,0%	1,7%	2,3%
Mediana		14,2	13,4	11,7	4%	7%	7%	0,7	0,8	0,8	0,3%	1,5%	2,2%
ZAGRANICZNE BANKI													
Erste Bank*	37,33	12,7	13,0	11,6	11%	10%	10%	1,3	1,2	1,2	1,3%	2,7%	2,5%
Komerční Banka*	905,10	12,5	11,9	11,6	13%	14%	13%	1,7	1,6	1,5	6,9%	4,4%	4,6%
OTP*	9 950	13,1	10,6	10,9	15%	17%	15%	1,9	1,7	1,5	1,7%	2,8%	2,4%
Banco Santander	5,53	13,0	12,1	10,7	7%	7%	8%	0,9	0,9	0,9	3,6%	3,7%	3,9%
Deutsche Bank	15,71	14,6	16,7	11,5	-3%	2%	4%	0,4	0,5	0,5	0,0%	0,8%	2,3%
Sberbank	225,95	9,6	7,4	6,7	20%	22%	21%	1,8	1,5	1,3	2,1%	4,0%	5,3%
VTB Bank	0,06	18,5	11,1	6,9	4%	7%	10%	0,7	0,5	0,6	1,8%	3,6%	5,4%
Piraeus Bank	2,18	-	57,4	5,4	0%	0%	3%	0,1	0,1	0,1	0,0%	0,0%	0,0%
Alpha Bank	1,48	32,2	12,4	6,3	1%	3%	6%	0,3	0,2	0,2	0,0%	0,0%	0,0%
National Bank of Greece	0,24	-	16,1	7,3	0%	1%	4%	0,3	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,8%
Eurobank Ergasias	0,58	7,2	9,6	5,3	3%	3%	5%	0,2	0,2	0,2	0,0%	0,0%	1,2%
Akbank	9,63	8,2	6,6	6,1	16%	16%	15%	1,2	1,0	0,9	2,3%	3,8%	4,6%
Türkiye Garanti Bank	10,32	8,9	6,9	6,0	15%	16%	16%	1,2	1,0	0,9	1,7%	3,1%	3,7%
Türkiye Halk Bank	10,05	4,4	3,3	3,0	14%	17%	16%	0,6	0,5	0,4	1,7%	3,4%	4,7%
Türkiye Vakıflar Bankası	5,83	6,1	4,1	4,0	13%	17%	14%	0,8	0,6	0,6	0,7%	3,1%	3,4%
Yapi ve Kredi Bankası	4,42	6,6	5,4	4,7	12%	13%	13%	0,7	0,6	0,6	0,3%	0,5%	0,0%
Mediana		11,1	10,9	6,5	11%	11%	12%	0,8	0,6	0,6	1,5%	2,9%	3,0%

Wycena spółek ubezpieczeniowych (2017-10-15)

	Cena	2016	P/E 2017	2018	2016	ROE 2017	2018	2016	P/BV 2017	2018	2016	DY 2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI													
PZU	44,31	19,7	14,2	11,7	15%	17%	17%	2,9	2,0	1,9	4,7%	3,2%	5,6%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI													
Vienna Insurance G.	25,29	11,8	11,7	11,2	6%	6%	6%	0,7	0,7	0,7	3,0%	3,4%	3,5%
Uniq	8,30	22,3	14,9	11,3	5%	5%	7%	0,8	0,8	0,8	5,9%	6,1%	6,4%
Aegon	5,13	11,3	7,5	8,1	3%	7%	6%	0,5	0,5	0,5	5,1%	5,3%	5,5%
Allianz	196,55	13,2	12,2	11,6	10%	11%	11%	1,3	1,3	1,2	3,8%	4,1%	4,3%
Aviva	4,96	9,9	9,3	8,8	10%	12%	12%	1,2	1,2	1,1	4,7%	5,3%	5,7%
AXA	24,83	10,7	10,1	9,6	8%	9%	9%	0,9	0,9	0,8	4,7%	5,0%	5,3%
Baloise	153,80	14,3	12,5	12,3	9%	10%	9%	1,3	1,2	1,1	3,4%	3,5%	3,7%
Assicurazioni Generali	15,27	10,9	10,6	9,9	9%	9%	9%	0,9	0,9	0,9	5,1%	5,6%	5,9%
Helvetia	529,00	13,0	12,1	10,2	9%	10%	10%	1,1	1,0	1,0	3,8%	4,4%	4,7%
Mapfre	2,74	11,4	12,5	9,6	9%	9%	10%	0,9	0,9	0,9	4,9%	5,1%	5,6%
RSA Insurance	6,05	17,3	14,8	11,9	10%	12%	14%	1,6	1,7	1,6	2,4%	3,3%	4,6%
Zurich Financial	297,50	13,4	14,6	12,2	10%	10%	12%	1,4	1,4	1,4	5,7%	5,9%	6,2%
Mediana		12,4	12,1	10,7	9%	9%	10%	1,0	1,0	1,0	4,7%	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 (2017-10-15)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	63,17	5,6	5,8	6,7	0,8	0,7	0,6	11,5	9,6	14,5	14%	12%	10%	0,0%	1,6%	2,6%
MOL	3068,00	5,1	4,3	5,0	0,9	0,8	0,7	8,7	7,2	10,6	18%	18%	14%	2,3%	2,5%	2,7%
PKN Orlen	122,00	6,0	5,0	8,5	0,7	0,6	0,6	9,9	7,9	16,8	12%	11%	7%	1,7%	2,5%	2,8%
HollyFrontier	42,89	15,8	8,6	7,4	0,9	0,7	0,7	-	20,5	16,5	6%	8%	10%	3,1%	3,1%	3,1%
Andeavor	103,83	11,2	7,2	5,8	0,9	0,6	0,6	25,4	14,8	12,7	8%	9%	10%	2,0%	2,2%	2,3%
Valero Energy	81,48	8,2	7,1	6,2	0,6	0,4	0,4	22,2	16,6	13,2	7%	6%	7%	2,9%	3,4%	3,7%
Marathon Petroleum	61,50	11,1	8,1	7,3	0,8	0,7	0,7	31,5	16,7	15,1	7%	8%	9%	2,2%	2,5%	2,7%
Phillips 66	92,57	13,4	10,0	8,3	0,6	0,5	0,5	30,2	20,5	15,0	5%	5%	6%	2,6%	2,9%	3,2%
Tupras	122,40	13,1	6,4	6,8	1,1	0,7	0,7	20,6	7,4	8,2	8%	11%	10%	4,0%	10,2%	9,5%
OMV	51,40	6,8	4,8	5,1	1,2	1,0	1,0	15,6	11,1	13,7	17%	22%	19%	2,0%	2,5%	2,7%
Neste Oil	48,76	9,4	9,2	9,7	1,2	1,0	1,0	16,4	15,7	15,7	13%	11%	11%	2,5%	3,2%	3,3%
Hellenic Petroleum	7,49	5,7	4,9	5,5	0,6	0,5	0,5	10,0	6,0	8,0	10%	10%	9%	2,6%	4,3%	4,8%
Saras SpA	2,11	3,8	3,6	4,0	0,3	0,3	0,3	11,6	10,5	12,8	7%	7%	6%	4,5%	5,7%	4,8%
Motor Oil	20,50	5,2	4,7	5,3	0,4	0,4	0,4	9,9	6,9	9,1	8%	8%	7%	3,9%	5,5%	5,6%
Mediana		7,5	6,1	6,5	0,8	0,6	0,6	15,6	10,8	13,4	8%	9%	9%	2,5%	3,0%	3,2%
SPÓŁKI GAZOWE																
A2A SpA	1,51	7,3	7,2	7,4	1,7	1,6	1,6	16,0	14,0	14,0	23%	22%	22%	3,0%	4,0%	4,5%
Centrica	165,50	5,4	5,5	5,5	0,5	0,5	0,5	10,2	10,7	10,3	9%	9%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
Enagas	23,84	11,9	9,8	10,0	8,7	7,7	7,8	13,6	12,2	13,3	73%	79%	78%	5,8%	6,1%	6,4%
Endesa	18,79	7,4	7,4	7,3	1,2	1,3	1,3	14,5	14,8	14,0	17%	17%	18%	7,0%	7,1%	7,3%
Engie	14,49	6,1	7,0	6,7	1,0	1,1	1,0	14,5	14,2	14,1	16%	15%	15%	6,9%	4,8%	4,9%
Gas Natural SDG	18,05	7,5	8,2	7,8	1,6	1,7	1,6	13,6	14,5	13,2	21%	20%	20%	5,5%	5,6%	5,6%
Hera SpA	2,92	7,8	7,3	7,2	1,5	1,4	1,4	21,8	18,2	18,1	19%	19%	19%	3,1%	3,3%	3,3%
Snam SpA	4,28	13,2	12,8	12,5	10,6	10,1	9,9	18,2	15,8	15,3	80%	79%	79%	4,9%	5,1%	5,1%
PGNiG	6,13	6,0	4,5	4,0	1,1	1,0	0,9	15,1	9,9	8,9	18%	22%	22%	3,0%	3,3%	5,0%
BP	495,00	8,1	6,2	5,5	0,9	0,7	0,7	35,6	22,4	17,0	11%	12%	13%	0,0%	0,0%	0,0%
Eni	13,88	6,4	4,9	4,4	1,2	1,0	1,0	-	25,2	20,6	19%	21%	22%	5,8%	5,8%	5,8%
Gazprom	131,21	3,8	3,6	3,3	0,8	0,8	0,8	3,6	4,6	4,1	22%	23%	24%	6,0%	6,0%	6,1%
NovaTek	656,80	11,6	11,0	10,1	4,0	3,8	3,6	7,9	12,2	10,5	35%	35%	36%	2%	2%	3%
ROMGAZ	31,40	5,5	4,7	4,0	2,9	2,6	2,4	12,1	8,3	7,2	51%	55%	60%	9,9%	10,8%	12,4%
Shell	26,82	6,5	4,6	4,2	0,9	0,8	0,7	30,6	17,3	15,8	14%	17%	17%	8,3%	8,3%	8,2%
Statoil	164,30	5,8	3,8	3,8	1,8	1,4	1,4	-	16,1	17,3	31%	37%	37%	0,1%	0,1%	0,1%
Total	46,31	8,7	7,6	6,8	1,4	1,3	1,2	17,4	15,5	14,9	16%	17%	18%	6,3%	6,2%	6,4%
Mediana		7,3	7,0	6,7	1,4	1,3	1,3	14,5	14,5	14,0	19%	21%	22%	5,5%	5,1%	5,1%

Wycena spółek energetycznych (2017-10-15)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
EDF	10,46	4,7	5,4	4,9	1,0	1,1	1,1	7,8	17,1	13,8	22%	20%	22%	7,5%	3,5%	3,6%
EDP	3,00	8,4	8,8	8,8	2,0	2,1	2,1	11,8	12,9	12,8	24%	24%	24%	6,3%	6,3%	6,4%
Endesa	18,79	7,4	7,4	7,3	1,2	1,3	1,3	14,5	14,8	14,0	17%	17%	18%	7,0%	7,1%	7,3%
Enel	5,27	7,2	7,0	6,7	1,5	1,5	1,4	16,5	14,7	13,1	20%	21%	22%	3,4%	4,3%	5,3%
EON	9,90	10,1	9,9	10,0	1,3	1,2	1,2	23,3	15,8	15,6	13%	12%	12%	2,2%	3,0%	4,3%
Fortum	17,83	14,6	11,6	10,2	4,3	3,6	3,2	28,5	24,9	21,3	30%	31%	32%	4,3%	5,7%	5,2%
Iberdola	6,54	9,5	9,3	8,3	2,3	2,4	2,2	16,0	15,3	14,1	24%	26%	26%	4,6%	5,0%	5,1%
National Grid	890,00	9,8	8,9	10,7	3,5	3,3	3,6	14,4	13,0	14,8	36%	38%	34%	0,0%	0,0%	0,0%
Red Electrica	18,00	9,9	9,7	9,5	7,6	7,4	7,3	15,1	14,5	13,8	76%	77%	77%	4,8%	5,1%	5,4%
RWE	20,67	7,3	7,1	7,5	0,8	0,9	0,9	18,6	10,7	12,5	11%	12%	12%	0,8%	2,5%	2,8%
SSE	1355,00	9,5	9,2	9,0	0,7	0,7	0,7	11,6	11,0	11,7	7%	8%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbund	20,35	7,1	8,6	9,4	2,4	2,6	2,6	21,5	23,6	27,3	34%	30%	27%	1,3%	1,7%	1,6%
CEZ	476,20	6,9	7,6	7,3	2,0	2,1	2,0	17,9	14,4	15,1	29%	27%	28%	8,3%	6,9%	6,2%
PGE	11,99	3,7	4,1	4,3	1,0	1,4	1,5	8,7	5,4	6,5	26%	35%	34%	2,1%	0,0%	0,0%
Tauron	3,07	4,2	4,2	4,7	0,8	0,9	0,9	14,6	3,7	4,3	19%	21%	20%	0,0%	0,0%	0,0%
Enea	11,63	4,4	4,6	4,1	0,9	1,1	1,0	6,5	5,0	5,2	21%	23%	25%	0,0%	2,1%	3,0%
Energia	11,60	4,7	4,6	4,2	0,9	0,9	0,9	31,8	6,5	6,1	20%	19%	20%	4,2%	1,6%	2,3%
ZE PAK*	12,78	1,9	2,2	2,6	0,4	0,4	0,5	2,5	3,3	3,3	21%	19%	19%	0,0%	8,2%	7,4%
Mediana		7,3	7,5	7,4	1,3	1,4	1,4	14,9	13,7	13,4	21%	22%	23%	2,8%	3,3%	4,0%

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

Wycena spółek nawozowych i chemicznych (2017-10-15)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Acron	3885,00	6,1	7,0	6,5	2,8	2,3	2,2	6,0	9,7	8,7	47%	32%	34%	7,7%	8,2%	7,6%
Uralkali	129,70	9,1	8,8	9,0	4,8	4,5	4,6	4,8	6,9	6,1	53%	51%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
Agrium	105,07	11,6	11,3	9,7	1,5	1,4	1,4	21,8	21,9	17,8	12%	13%	14%	3,3%	3,3%	3,4%
Phosagro	2534,00	6,0	7,2	6,5	2,3	2,4	2,2	7,5	12,5	10,5	38%	33%	34%	6,1%	4,2%	5,2%
K+S	19,75	11,4	9,6	7,0	1,8	1,6	1,5	28,8	22,8	13,2	15%	17%	21%	2,1%	2,1%	3,1%
Yara International	368,70	8,1	9,8	7,4	1,2	1,2	1,1	17,6	23,5	15,7	15%	13%	15%	3,3%	2,4%	3,0%
The Mosaic Company	22,38	10,7	9,9	8,2	1,5	1,5	1,4	33,0	23,7	19,7	15%	16%	18%	4,9%	2,7%	0,8%
Potash	18,75	14,1	14,4	12,4	5,1	5,0	4,7	36,9	32,7	27,2	36%	35%	38%	5,2%	2,1%	2,2%
CF Industries	35,32	16,3	15,9	12,3	4,2	3,9	3,6	44,6	-	-	26%	25%	30%	3,4%	3,4%	3,4%
Israel Chemicals	1374,00	8,0	7,7	6,9	1,5	1,5	1,5	12,3	13,1	10,6	19%	20%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Grupa Azoty	70,00	7,8	7,1	6,4	0,9	0,8	0,8	20,2	14,7	13,5	11%	12%	13%	1,2%	1,1%	1,4%
ZA Police*	20,88	8,2	6,4	6,5	0,7	0,7	0,7	-	10,1	10,1	9%	11%	11%	0,0%	2,0%	2,4%
ZCh Puławy*	178,40	5,1	5,2	4,9	0,8	0,8	0,8	10,9	11,4	9,9	16%	15%	16%	5,9%	4,8%	7,1%
Mediana		8,2	8,8	7,0	1,5	1,5	1,5	18,9	13,9	11,9	16%	17%	21%	3,3%	2,4%	3,0%
SPÓŁKI CHEMICZNE																
Ciech	56,60	4,6	5,3	4,9	1,2	1,1	1,0	5,0	8,5	8,2	26%	21%	21%	5,0%	0,0%	6,5%
Akzo Nobel	77,48	10,0	10,1	9,7	1,5	1,5	1,5	18,4	18,9	18,0	15%	15%	15%	2,1%	5,4%	3,0%
BASF	92,53	9,7	8,2	8,1	1,8	1,6	1,5	19,3	15,1	15,1	18%	19%	19%	3,2%	3,4%	3,5%
Croda	4188,00	17,3	15,2	14,3	4,8	4,3	4,1	27,3	24,1	22,5	28%	28%	29%	0,0%	0,0%	0,0%
Dow Chemical	66,65	10,0	9,0	8,5	2,0	1,8	1,7	18,3	16,3	14,9	20%	20%	20%	2,8%	3,0%	3,2%
Sisecam	4,44	6,9	5,3	5,0	1,4	1,2	1,1	15,1	11,0	10,9	20%	22%	21%	2,2%	3,0%	3,3%
Soda Sanayii	5,09	7,8	6,4	6,5	2,0	1,8	1,7	8,8	7,3	7,9	25%	28%	27%	6,3%	5,5%	5,9%
Solvay	120,30	7,1	7,6	7,3	1,5	1,6	1,6	15,0	14,3	14,6	21%	21%	22%	2,8%	2,9%	3,0%
Tata Chemicals	705,90	11,7	10,7	11,0	1,4	1,7	1,8	25,4	19,9	18,8	12%	15%	16%	1,5%	1,5%	1,6%
Tessenderlo Chemie	39,27	8,9	9,0	8,0	1,1	1,1	1,0	19,3	18,0	15,7	13%	12%	13%	0,0%	0,0%	0,0%
Wacker Chemie	135,80	7,7	8,3	7,8	1,5	1,7	1,6	41,4	25,9	22,8	20%	20%	21%	1,4%	2,0%	2,2%
Mediana		8,9	8,3	8,0	1,5	1,6	1,6	18,4	16,3	15,1	20%	20%	21%	2,2%	2,9%	3,0%

Wycena spółek sektora elektromaszynowego (2017-10-15)

	Cena	EV/ EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Atlas Copco	363,00	13,7	11,0	10,2	3,1	2,7	2,6	31,8	25,3	22,9	23%	25%	25%	1,8%	2,1%	2,1%
Caterpillar	134,10	22,0	14,7	12,5	2,8	2,5	2,3	41,2	21,2	17,2	13%	17%	18%	2,3%	2,4%	2,4%
Duro Felguera	0,48	11,5	13,9	9,9	0,5	0,6	0,6	16,6	-	14,5	4%	4%	6%	1,0%	3,1%	4,2%
Komatsu	3664,00	12,5	14,8	11,2	2,1	2,3	1,7	25,4	34,7	21,0	17%	16%	15%	1,6%	1,6%	1,8%
Sandvig AG	147,70	14,0	11,5	10,8	2,6	2,4	2,3	28,0	20,0	18,2	19%	21%	21%	1,8%	2,2%	2,4%
Mediana		13,7	13,9	10,8	2,6	2,4	2,3	28,0	23,3	18,2	17%	17%	18%	1,8%	2,2%	2,4%

Wycena spółek górniczych (2017-10-15)

		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	112,15	8,7	5,4	5,1	1,6	1,5	1,3	-	13,3	8,2	18%	27%	26%	1,3%	0,9%	2,2%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Anglo American	1437,50	6,5	4,8	5,2	1,9	1,6	1,6	13,5	8,0	10,2	29%	33%	31%	0,0%	0,0%	0,0%
Antofagasta	951,00	9,6	6,7	6,7	4,2	3,4	3,3	35,2	18,9	19,4	44%	51%	50%	0,0%	0,0%	0,0%
BHP Billiton	27,35	8,3	4,7	4,5	3,1	2,5	2,4	-	15,2	14,8	38%	54%	52%	0,9%	2,4%	2,3%
Boliden	278,20	9,2	6,7	6,7	2,1	1,8	1,8	20,4	11,8	11,9	23%	26%	27%	1,6%	3,0%	3,5%
First Quantum	14,70	13,1	11,5	7,2	4,9	4,0	3,3	40,7	-	14,1	38%	35%	46%	0,1%	0,0%	0,1%
Freeport-McMoRan	13,63	7,2	6,5	5,0	2,3	2,2	2,0	40,3	12,8	8,1	32%	34%	41%	0,0%	0,0%	0,9%
Hudbay Min	9,35	6,6	5,2	4,5	2,7	2,3	2,1	51,2	14,9	9,8	41%	44%	47%	0,2%	0,2%	0,2%
Lundin Min	9,05	10,2	5,6	5,9	3,8	2,9	2,9	-	14,9	14,5	38%	52%	50%	0,0%	0,7%	1,0%
MMC Norilsk Nickel	18,30	9,3	8,1	6,9	4,4	3,8	3,4	13,0	12,5	10,4	47%	46%	49%	6,7%	8,5%	9,2%
OZ Minerals	8,33	4,8	3,9	4,9	2,2	1,9	2,1	21,7	14,6	21,3	46%	50%	43%	1,8%	2,0%	1,6%
Rio Tinto	3560,50	6,2	4,4	4,9	2,4	2,0	2,2	17,5	9,9	11,6	38%	46%	44%	0,0%	0,0%	0,0%
Sandfire Resources	6,15	5,5	4,2	3,8	2,0	1,8	1,8	17,5	12,2	10,8	36%	44%	46%	1,7%	2,4%	3,0%
Southern CC	42,39	17,0	12,0	10,3	6,9	5,9	5,3	37,7	23,1	18,8	41%	49%	52%	0,4%	1,3%	2,5%
Vedanta Resources	771,50	7,3	5,3	3,9	1,5	1,5	1,2	-	16,3	11,1	21%	28%	31%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		7,8	5,4	5,1	2,5	2,3	2,1	21,7	14,6	11,8	38%	45%	46%	0,1%	0,5%	0,9%

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

Wycena europejskich operatorów narodowych (2017-10-15)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
Netia	4,15	3,8	4,5	5,3	1,1	1,2	1,3	43,0	25,0	32,7	28%	27%	25%	9,5%	9,2%	4,8%
Orange Polska	5,45	10,3	4,6	4,7	1,2	1,2	1,2	-	-	42,6	12%	26%	26%	4,6%	0,0%	0,0%
Mediana		7,0	4,5	5,0	1,1	1,2	1,3	43,0	25,0	37,7	20%	26%	26%	7%	4,6%	2,4%
OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI																
Proximus	28,75	6,6	6,6	6,4	2,0	2,0	2,0	16,3	16,1	15,4	30%	31%	32%	5,2%	5,2%	5,2%
Telefonica CP	260,80	8,2	8,2	8,4	2,3	2,3	2,2	15,5	15,3	15,6	28%	27%	27%	7,2%	8,0%	7,9%
Hellenic Telekom	9,99	4,4	4,4	4,3	1,5	1,5	1,5	21,2	20,8	16,5	34%	34%	34%	1,3%	2,2%	2,9%
Matav	470,00	4,7	5,0	5,0	1,5	1,6	1,6	9,7	13,6	12,9	33%	31%	32%	5,3%	5,3%	6,6%
Telecom Austria	7,90	5,8	5,6	5,5	1,9	1,8	1,8	17,7	14,8	14,5	32%	32%	32%	2,5%	2,6%	3,0%
Mediana		5,8	5,6	5,5	1,9	1,8	1,8	16,3	15,3	15,4	32%	31%	32%	5,2%	5,2%	5,2%
OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI																
BT	247,15	5,4	4,7	4,8	1,9	1,5	1,5	7,8	8,7	8,9	35%	32%	31%	0,0%	0,0%	0,0%
DT	15,09	6,1	5,8	5,7	1,8	1,7	1,7	17,6	16,5	14,7	30%	30%	30%	4,0%	4,3%	4,7%
KPN	3,01	8,1	8,2	8,1	2,9	3,0	3,0	32,7	24,6	23,0	36%	36%	37%	9,8%	4,6%	4,6%
Orange	13,99	5,1	5,0	4,9	1,6	1,5	1,5	13,9	14,3	12,9	31%	31%	31%	4,3%	4,6%	5,0%
Swisscom	505,00	8,1	8,0	8,2	3,0	3,0	3,0	17,4	16,7	17,2	37%	37%	36%	4,4%	4,4%	4,4%
Telefonica S.A.	8,52	6,5	6,2	6,1	2,0	2,0	2,0	13,6	11,7	10,4	31%	32%	32%	6,5%	4,7%	4,9%
Telia Company	37,87	8,7	8,8	8,6	2,7	2,8	2,8	12,6	13,5	12,5	31%	32%	33%	5,3%	5,4%	5,6%
TI	0,68	4,8	4,5	4,4	2,0	1,9	1,9	9,2	9,6	8,7	42%	43%	44%	0,0%	0,0%	0,7%
Mediana		6,3	6,0	5,9	2,0	1,9	2,0	13,7	13,9	12,7	33%	32%	32%	4,3%	4,5%	4,7%

Wycena spółek mediowych (2017-10-15)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
Agora	14,80	6,4	6,1	5,8	0,6	0,6	0,6	-	-	44,3	10%	10%	10%	5,1%	3,4%	5,1%
Cyfrowy Polsat	24,16	7,7	7,3	7,0	2,9	2,7	2,5	17,9	14,6	12,5	37%	37%	37%	0,0%	1,3%	1,5%
Mediana		7,1	6,7	6,4	1,7	1,7	1,6	17,9	14,6	28,4	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
DZIENNIKI																
Amolgo Mondadori	2,17	9,3	8,2	8,1	0,7	0,7	0,7	21,7	16,7	14,5	7%	8%	9%	0,0%	1,2%	1,4%
Axel Springer	60,98	14,0	12,7	11,6	2,5	2,4	2,3	25,6	23,5	20,9	18%	19%	20%	3,0%	3,2%	3,3%
Daily Mail	672,00	9,4	11,5	12,0	1,6	1,8	2,0	12,8	13,0	12,9	17%	16%	16%	0,0%	0,0%	0,0%
Gruppo Editorial	0,69	6,5	5,9	5,2	0,6	0,5	0,5	16,9	-	11,9	9%	8%	9%	2,0%	0,0%	1,9%
New York Times	17,25	13,1	11,2	10,7	2,0	1,8	1,8	33,4	24,1	23,4	15%	16%	17%	0,9%	0,9%	0,9%
Promotora de Inform	2,64	6,8	6,7	6,2	1,4	1,4	1,3	4,7	6,1	5,1	20%	20%	22%	-	0,0%	-
Trinity Mirror	76,25	1,7	1,9	1,9	0,4	0,4	0,4	2,1	2,2	2,3	21%	22%	22%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		9,3	8,2	8,1	1,4	1,4	1,3	16,9	14,9	12,9	17%	16%	17%	0,5%	0,0%	1,2%
TV																
Atresmedia Corp	8,26	10,0	9,6	9,0	2,0	1,9	1,9	13,5	12,6	11,8	20%	20%	21%	6,2%	8,9%	7,1%
Gestevisión Telecinco	8,86	11,7	11,2	10,5	2,8	2,9	2,8	16,5	15,3	14,4	24%	26%	26%	6,1%	6,3%	6,8%
ITV PLC	150,60	7,6	7,9	7,7	2,2	2,2	2,2	9,2	9,7	9,5	29%	28%	28%	0,0%	0,0%	0,0%
M6-Metropole Tel	19,43	8,3	6,8	6,3	1,8	1,7	1,6	20,6	17,0	15,6	22%	25%	25%	4,5%	4,6%	4,8%
Mediaset SPA	2,88	3,7	3,4	3,6	1,4	1,4	1,5	-	25,5	17,1	37%	40%	41%	0,6%	2,5%	4,2%
Modern Times	309,10	14,1	13,5	10,6	1,2	1,2	1,1	23,6	23,6	18,5	9%	9%	11%	3,8%	3,9%	4,1%
Prosieben	24,97	7,7	7,6	7,4	2,1	1,9	1,8	10,4	10,8	10,4	27%	25%	25%	7,8%	7,7%	8,0%
RTL Group	62,40	7,7	7,7	7,5	1,7	1,7	1,6	12,9	12,8	12,4	23%	22%	22%	6,4%	6,4%	6,5%
TF1-TV Francaise	11,93	7,8	6,4	6,6	1,1	1,1	1,0	33,1	18,4	20,3	14%	17%	16%	2,8%	3,2%	3,2%
Mediana		7,8	7,7	7,5	1,8	1,7	1,6	15,0	15,3	14,4	23%	25%	25%	4,5%	4,6%	4,8%
PAY TV																
Sky PLC	900,00	9,4	10,0	9,3	1,8	1,6	1,5	14,4	15,6	14,0	19%	16%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
Cogeco	86,63	6,0	5,9	5,3	2,7	2,6	2,4	16,8	14,3	14,3	45%	45%	45%	1,8%	2,0%	2,2%
Comcast	37,18	8,9	8,3	7,8	2,9	2,8	2,6	21,4	18,0	16,6	33%	34%	33%	1,5%	1,7%	1,9%
Dish Network	50,61	7,3	7,9	8,7	1,5	1,6	1,7	16,9	20,8	22,8	21%	20%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Liberty Global	30,07	6,6	7,4	6,9	3,1	3,5	3,3	-	-	61,2	47%	48%	48%	0,0%	0,0%	0,0%
Shaw Communications	22,20	8,8	8,9	9,1	3,8	3,6	3,7	19,2	23,5	21,6	44%	41%	41%	6,8%	6,9%	6,9%
Mediana		8,1	8,1	8,2	2,8	2,7	2,5	16,9	18,0	19,1	38%	37%	37%	0,7%	0,8%	0,9%

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

Wycena spółek IT (2017-10-15)

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
AB*	26,38	6,5	6,0	6,2	0,1	0,1	0,1	6,8	6,2	6,6	2%	1%	1%	3,0%	3,3%	2,6%
Asseco Poland	44,06	6,7	7,0	6,5	0,9	0,8	0,8	12,1	14,7	14,7	13%	12%	13%	6,8%	6,8%	6,8%
Comarch*	163,00	7,3	9,5	7,5	1,2	1,1	1,0	18,9	20,8	16,1	16%	12%	13%	0,0%	0,9%	6,1%
Sygnity*	2,94	3,0	-	4,9	0,2	0,2	0,2	3,4	-	-	6%	-	3%	-	-	-
Mediana		6,6	7,0	6,4	0,5	0,5	0,5	9,5	14,7	14,7	10%	12%	8%	3,0%	3,3%	6,1%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atos Origin	125,75	9,3	8,3	7,6	1,1	1,0	1,0	17,8	15,5	13,8	12%	13%	13%	1,0%	1,4%	1,6%
CapGemini	100,30	11,1	10,5	9,9	1,5	1,4	1,4	18,9	17,0	15,8	13%	14%	14%	1,4%	1,7%	1,8%
IBM	147,10	9,2	8,9	8,5	2,1	2,2	2,2	10,9	10,7	10,6	23%	24%	26%	3,7%	4,0%	4,2%
Indra Sistemas	12,05	12,5	10,4	8,6	1,0	0,9	0,9	24,1	17,6	13,5	8%	9%	10%	0,0%	0,4%	1,0%
Microsoft	82,98	17,2	15,5	13,8	6,4	6,1	5,5	31,1	27,4	24,6	37%	39%	40%	1,7%	1,9%	2,0%
Oracle	48,82	11,5	11,5	10,2	5,2	5,1	4,8	18,6	18,5	16,6	45%	45%	47%	1,2%	1,3%	1,4%
SAP	95,74	15,7	16,5	15,5	5,5	5,1	4,8	25,2	23,0	21,3	35%	31%	31%	1,3%	1,4%	1,5%
TietoEnator	26,35	10,1	10,3	9,6	1,3	1,3	1,3	16,8	16,0	15,2	13%	13%	13%	4,8%	5,0%	5,3%
Mediana		11,3	10,5	9,8	1,8	1,8	1,8	18,7	17,3	15,5	18%	19%	20%	1,4%	1,5%	1,7%

Wycena spółek budowlanych (2017-10-15)

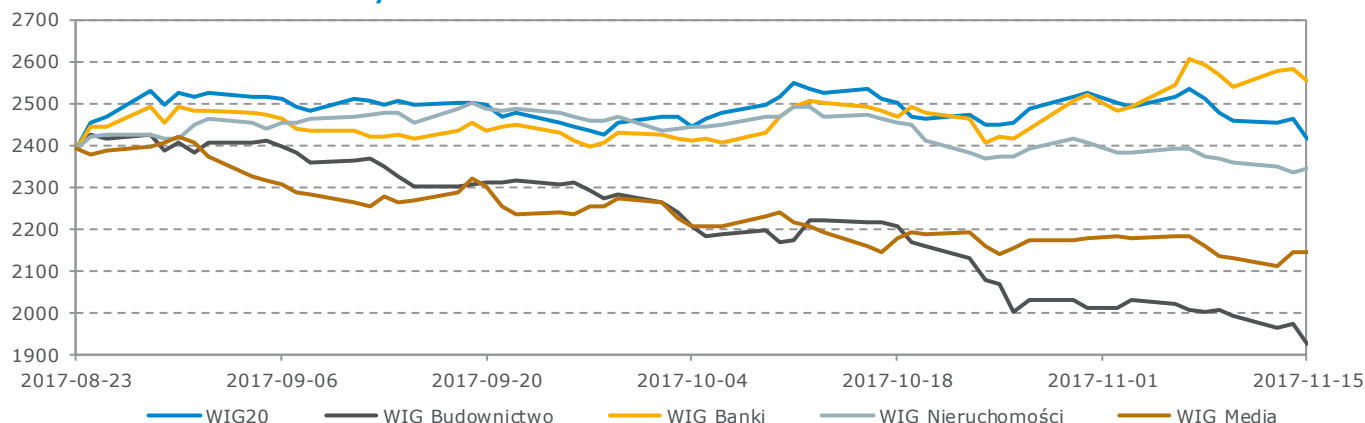
	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
Budimex	176,00	3,5	3,4	4,0	0,3	0,3	0,3	11,0	9,9	10,2	10%	9%	8%	4,6%	8,5%	9,9%
Elektrobudowa	79,98	3,7	3,9	4,1	0,3	0,3	0,3	6,9	7,7	8,1	8%	8%	7%	5,0%	12,5%	7,8%
Elektrotim	7,61	11,5	11,1	5,8	0,2	0,3	0,3	-	-	14,3	2%	2%	4%	16,3%	4,6%	4,6%
Erbud	23,40	2,7	4,1	4,5	0,1	0,1	0,1	-	11,3	10,2	3%	3%	3%	7,2%	5,0%	4,4%
Herkules	3,34	6,5	6,5	5,9	1,9	1,8	1,5	14,1	13,6	11,5	28%	27%	25%	4,8%	4,8%	4,8%
Torpol	7,39	3,1	17,7	3,9	0,1	0,3	0,2	16,4	-	7,8	4%	1%	4%	9,3%	6,0%	0,0%
Trakcja	7,55	3,8	5,6	5,3	0,3	0,3	0,3	7,1	13,8	11,1	7%	5%	5%	4,5%	6,6%	4,0%
Ulmia Construcion	70,00	4,5	4,0	3,3	1,7	1,4	1,3	28,5	17,3	11,7	36%	36%	39%	0,0%	7,7%	3,6%
Unibep	9,99	8,6	7,2	5,4	0,3	0,2	0,2	11,1	9,5	7,8	3%	3%	4%	1,7%	1,9%	3,0%
ZUE	7,11	7,1	-	8,3	0,2	0,4	0,2	-	-	19,0	3%	-	3%	4,6%	0,0%	0,0%
Mediana		4,2	5,6	4,9	0,3	0,3	0,3	11,1	11,3	10,6	6%	5%	5%	4,7%	5,5%	4,2%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Acciona	65,51	8,1	7,4	7,2	1,6	1,4	1,4	24,2	15,0	14,0	20%	19%	19%	3,9%	4,5%	4,7%
Astaldi	2,10	3,4	3,5	3,5	0,4	0,4	0,4	2,2	2,2	2,0	13%	11%	11%	9,6%	10,0%	10,5%
Ferrovial	18,07	21,3	20,4	20,6	1,8	1,6	1,7	42,8	32,9	33,1	9%	8%	8%	4,1%	4,2%	4,4%
Hochtief	147,50	8,9	7,8	7,3	0,5	0,4	0,4	27,2	22,0	20,1	5%	5%	5%	1,6%	2,1%	2,4%
Mota Engil	3,23	6,7	6,1	5,5	1,0	0,9	0,8	12,9	-	-	14%	15%	15%	1,5%	2,5%	4,0%
NCC	174,10	7,3	6,5	6,1	0,3	0,3	0,3	16,5	14,3	12,8	4%	5%	5%	4,3%	5,2%	5,6%
Skanska	182,50	7,2	8,5	8,3	0,4	0,4	0,4	12,3	13,3	15,4	6%	5%	5%	4,4%	4,7%	4,8%
Strabag	32,98	3,8	3,9	3,8	0,3	0,3	0,2	13,7	12,8	11,7	7%	6%	7%	3,0%	3,2%	3,4%
Mediana		7,2	7,0	6,7	0,4	0,4	0,4	15,1	14,3	14,0	8%	7%	7%	4,0%	4,3%	4,6%

Wycena spółek deweloperskich (2017-10-15)

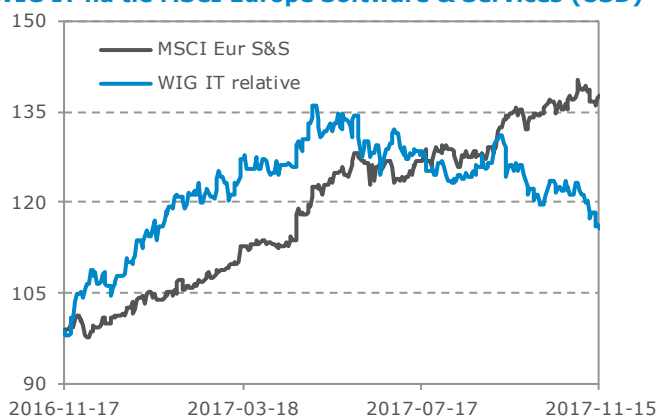
	Cena	EV/EBITDA			P/BV			P/E			marża EBITDA			DY		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
BBI Development	0,60	-	67,6	5,9	0,3	0,3	0,3	-	-	6,9	2%	11%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
Dom Development	77,40	11,5	8,0	6,6	2,1	1,9	1,8	15,3	10,0	8,2	14%	17%	17%	4,2%	6,5%	10,0%
Echo Investment	4,55	3,7	11,2	6,6	1,2	1,2	1,1	4,8	6,1	6,2	127%	46%	73%	131%	15%	11,0%
GTC	8,97	11,1	10,3	14,5	1,2	1,1	1,0	6,1	7,9	11,6	129%	122%	79%	0,0%	0,2%	0,1%
J.W. Construction	4,63	12,6	6,8	5,6	0,6	0,6	0,5	16,5	6,7	5,6	11%	19%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
PA Nova	20,06	11,9	10,4	11,2	0,6	0,6	0,6	7,5	7,0	7,8	27%	30%	27%	3,7%	3,7%	7,5%
Polnord	7,97	-	42,1	23,4	0,4	0,4	0,3	-	11,9	11,1	-	4%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
Robyg	3,12	9,9	6,7	5,5	1,5	1,3	1,2	7,6	8,8	6,3	24%	24%	22%	6,4%	8,7%	9,0%
Ronson	1,47	4,7	18,0	16,9	0,7	0,7	0,7	3,7	15,8	15,4	18%	10%	12%	5,4%	12,9%	6,8%
Mediana		11,1	10,4	6,6	0,7	0,7	0,7	7,5	8,4	7,8	21%	19%	19%	4%	4%	7%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atrium European RE	4,10	15,9	15,0	14,7	0,8	0,8	0,8	13,5	14,5	13,7	76%	41%	83%	6,6%	10,0%	7,9%
CA Immobilien Anlagen	24,99	24,7	23,1	21,9	1,1	1,0	1,0	28,1	22,2	21,5	91%	68%	78%	2,3%	3,1%	3,5%
Deutsche Euroshop AG	32,04	19,0	17,8	17,5	0,9	0,9	0,8	13,7	12,6	12,9	89%	89%	90%	4,4%	4,5%	4,7%
Immofinanz AG	2,07	-	56,5	44,4	0,7	0,8	0,8	-	24,1	23,8	37%	39%	48%	2,9%	3,7%	10,7%
Klepierre	34,68	22,9	21,2	20,4	1,0	0,9	0,9	15,2	14,3	13,6	80%	88%	89%	5,2%	5,6%	5,9%
Segro	553,00	28,6	24,7	22,3	1,2	1,1	1,0	29,6	28,2	25,7	77%	78%	79%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibail Rodamco SE	217,00	25,4	24,6	23,7	1,2	1,1	1,1	19,3	18,1	17,2	88%	89%	89%	4,7%	5,0%	5,3%
Mediana		23,8	23,1	21,9	1,0	0,9	0,9	17,3	18,1	17,2	80%	78%	83%	4,4%	4,5%	5,3%

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

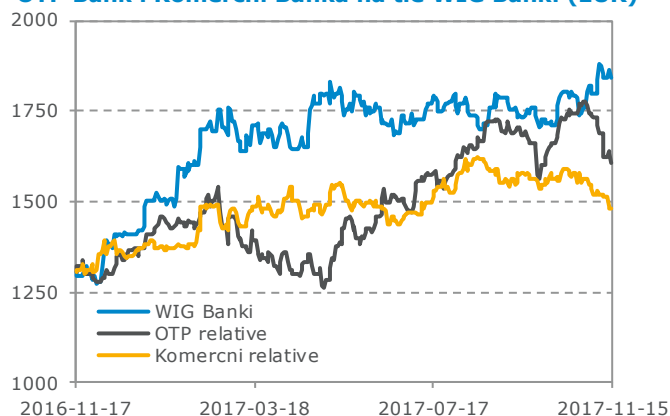
Notowania indeksów sektorowych na tle WIG20



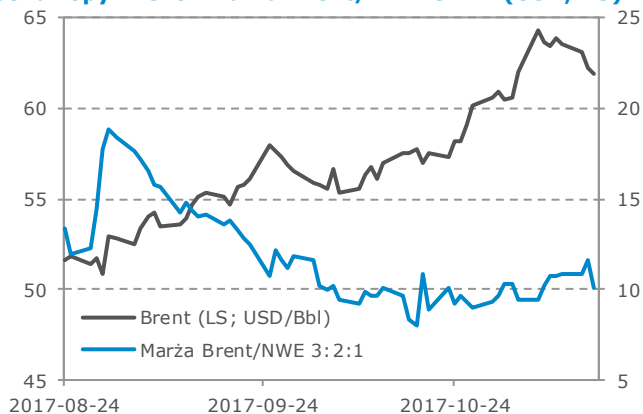
WIG IT na tle MSCI Europe Software & Services (USD)



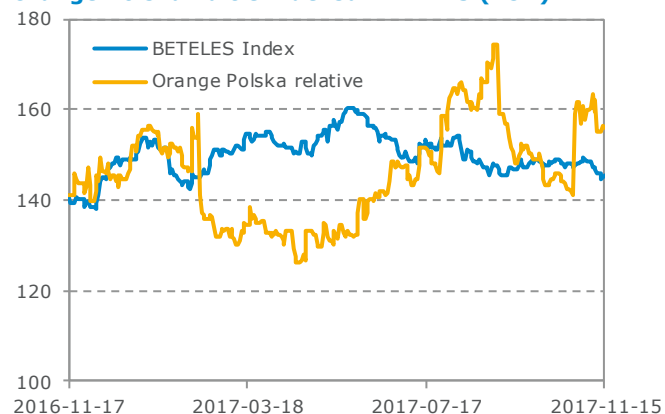
OTP Bank i Komercni Banka na tle WIG Banki (EUR)



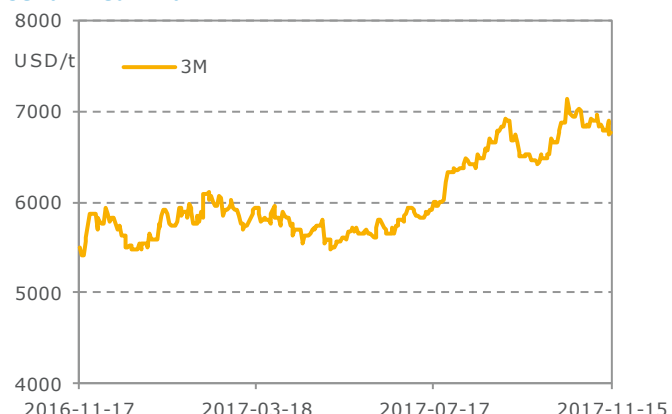
Cena ropy Brent i marża Brent/NWE 3:2:1 (USD; PS)



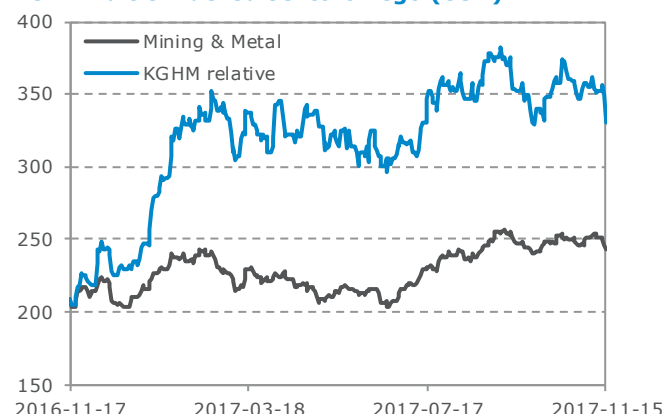
Orange Polska na tle indeksu BETELES (EUR)



Cena miedzi na LME



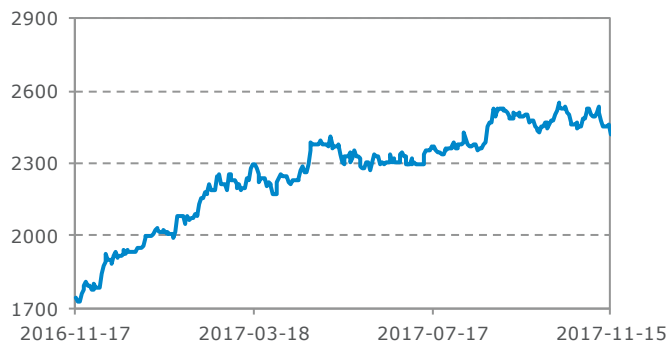
KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)

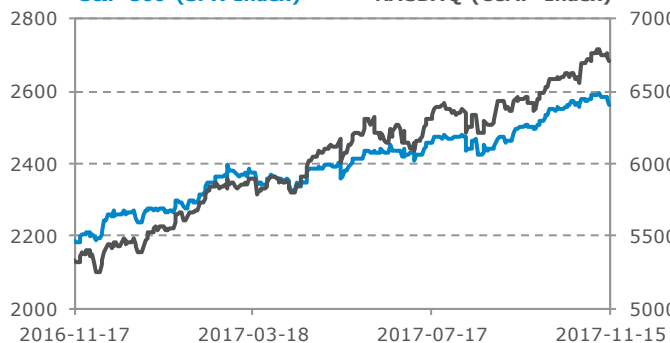


Źródło: Bloomberg

Przegląd rynków zagranicznych

Indeks	Sesja z dnia	Otwarcie	Maksimum	Minimum	Zamknięcie	Zmiana %
DJIA	2017-11-15	23 334,59	23 344,99	23 242,75	23 271,28	-0,59%
S&P 500	2017-11-15	2 569,45	2 572,84	2 557,45	2 564,62	-0,55%
NASDAQ	2017-11-15	6 700,68	6 725,32	6 667,31	6 706,21	-0,47%
DAX	2017-11-15	12 963,09	12 996,12	12 847,88	12 976,37	-0,44%
CAC 40	2017-11-15	5 301,14	5 312,39	5 267,22	5 301,25	-0,27%
FTSE 100	2017-11-15	7 414,42	7 415,09	7 357,06	7 372,61	-0,56%
WIG20	2017-11-15	2 460,26	2 460,26	2 412,78	2 418,96	-1,84%
BUX	2017-11-15	39 174,95	39 239,18	38 599,55	38 615,11	-1,34%
PX	2017-11-15	1 061,08	1 063,98	1 052,88	1 052,88	-0,90%
RTS	2017-11-15	1 558,51	1 558,51	1 535,97	1 536,17	-1,82%
SOFIX	2017-11-15	670,66	671,81	668,26	669,04	-0,24%
BET	2017-11-15	7 804,73	7 839,83	7 720,28	7 731,54	-0,94%
XU100	2017-11-15	109 997,70	110 705,28	107 710,33	107 716,51	-2,21%
BETELES	2017-11-15	145,04	146,23	144,79	145,54	+0,27%
NIKKEI	2017-11-15	22 250,98	22 305,24	22 004,79	22 028,32	-1,57%
SHCOMP	2017-11-15	3 416,21	3 423,75	3 396,38	3 402,52	-0,79%
Miedź	2017-11-15	6 758,50	6 780,00	6 713,00	6 773,00	+0,21%
Ropa	2017-11-15	61,03	61,75	60,86	61,54	+0,92%
USD/PLN	2017-11-15	3,5992	3,6054	3,5795	3,5964	-0,08%
EUR/PLN	2017-11-15	4,2466	4,2505	4,2406	4,2406	-0,14%
EUR/USD	2017-11-15	1,1798	1,1861	1,1785	1,1791	-0,06%
USBonds10	2017-11-15	2,3700	2,3735	2,3169	2,3222	-0,0495
GRBonds10	2017-11-15	0,3870	0,3960	0,3470	0,3760	-0,0210
PLBonds10	2017-11-15	3,4460	3,4470	3,4170	3,4340	-0,0160

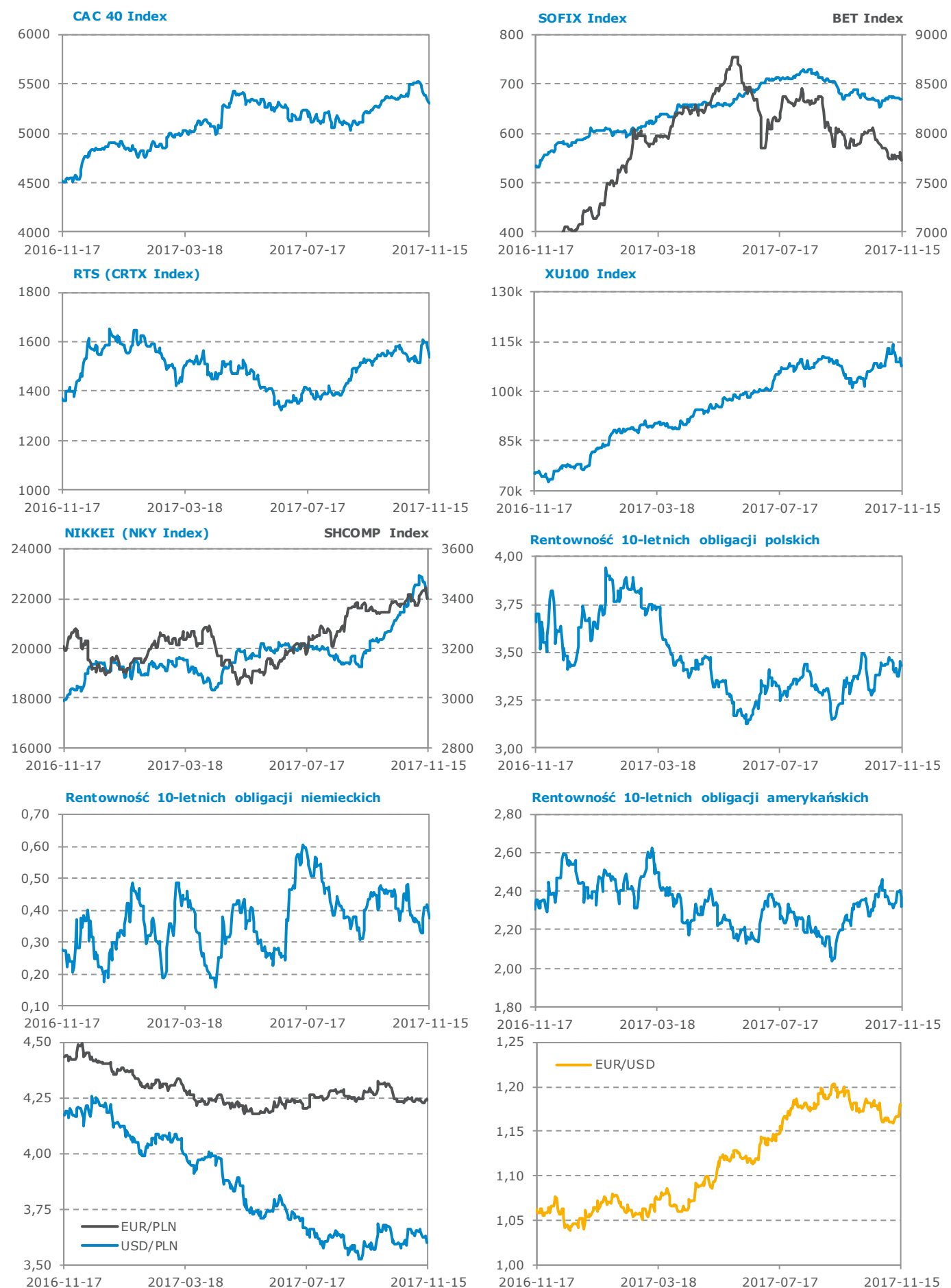
WIG20 Index

BUX Index

PX Index
S&P 500 (SPX Index)

NASDAQ (CCMP Index)
DOW JONES (INDU Index)

DAX Index

FTSE 100 (UKX Index)


Źródło: Bloomberg



Źródło: Bloomberg

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)

EBIT – zysk operacyjny

EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE – wartość księgowa

WNDB – wynik na działalności bankowej

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

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%

TRZYMAY – 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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

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, Robyng, Skarbiec Holding, Stelmet, Syginity, 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 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 Kliszczy

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczy@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