Pełne raporty dostępne są wyłącznie dla osób posiadających rachunki w Domu Maklerskim mBanku
Zaloguj się do serwisu informacyjnego lub załóż rachunek na www.mDM.pl

mBank Dom Maklerski

mBank.pl

piątek, 2 lutego 2018 | opracowanie cykliczne

Rynek akcji w 2018: strategia inwestycyjna

Rynek akcji, makroekonomia

Konsensusowy scenariusz na 2018 rok zakłada zsynchronizowaną globalną ekspansję gospodarki, nieznaczny wzrost inflacji (szczególnie w USA) i powolny, ale stały proces normalizacji polityki monetarnej z FED na czele oraz ECB i BoJ na początku cyklu. Obniżenie podatków i pakiet fiskalny w USA przyspieszą dynamikę wzrostu PKB i dynamikę EPS (a w konsekwencji zwiększą skalę skupu akcji własnych i dywidend) w krótkim terminie. To nadal doskonałe otoczenie dla rynku akcji, który w kolejnych tygodniach powinien ustanowić nowe szczyty na indeksach (S&P500 nawet 3000-3100 pkt). W Polsce oprócz nadal silnej konsumpcji i eksportu, 4Q'17 wreszcie pokazał wyraźny wzrost inwestycji, co powinno być kontunuowanie w całym 2018 roku i wspierać notowania na GPW.

Rok 2017 to napływ kapitału zagranicznego (szczególnie przez ETF) do spółek z WIG20. Krajowy komponent popytu instytucjonalnego (MiŚ) jest bardzo słaby. W 2017 roku z 13,5 mld PLN, jakie pozyskały netto TFI, zaledwie 14 mln PLN trafiło do funduszy akcyjnych, a bilans przepływów OFE z ZUS wyniósł -3,2 mld PLN. Rok 2018 może być w tym względzie przełomowy za sprawą PPK. Jeżeli Rząd dotrzyma harmonogramu (w najbliższych miesiącach projekt ustawy, legislacja do lipca, a start w styczniu 2019), na rynek kapitałowy powinno trafiać rocznie 15-17 mld PLN nowego kapitału, z czego ok. 1/3 kierowane będzie na rynek akcji. To powtórka z czasów świetności OFE. Publikacja projektu ustawy, a w kolejnych miesiącach konieczna, z punktu widzenia sukcesu projektu, promocja PPK i giełdy (przeciwnie do 2014 roku) rozpocznie „grę rynkową" pod przyszłe napływy (pozytywnie dla MiŚ).

Uważamy, że cały 2018 rok nie będzie na giełdach zagranicznych tak jednorodny jak 2017 (S&P500 pozostaje od 15 miesięcy bez korekty). W kontekście wysokich oczekiwań makro, EPS i obecnego poziomu wycen akcji (szczególnie w USA, które decydują o globalnym sentymencie) zdecydowanie więcej ryzyk widzimy po stronie zaskoczeń negatywnych niż pozytywnych. Należy również zwrócić uwagę, na to że: w USA długość obecnego cyklu gospodarczego można porównać tylko do lat '90, wskaźniki wyprzedzające osiągnęły poziomy szczytowe w poprzednich cyklach, szybko rosną rynkowe stopy procentowe i wypłaszcza się krzywa dochodowości, istotnie wzrosła wartość akcji kupionych na kredyt przy wysokich wskaźnikach optymizmu inwestorów indywidualnych wpłacających kapitał do ETF, a rynki są silnie wykupione. Risk-off na rynkach będzie oznaczał korektę na USD i korektę MSCI EM. Uważamy, że głębsza korekta indeksów (od -10% do -15%) wystąpi jeszcze w 1Q'18.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: Agora, Alior Bank, Amica, Atal, CCC, Ciech, Dino, Dom Development, Echo Investment, Elektrobudowa, Enea, Energa, Erbud, Famur, JSW, KGHM, Komercni Banka, Kruk, LC Corp, Orange Polska, Pfleiderer Group, PGE, PGNiG, Pozbud, Skarbiec Holding, Wirtualna Polska

Negatywne: Asseco Poland, Bank Millennium, Getin Noble Bank, Lotos, PKO BP, PKN Orlen

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
AmRest	trzymaj ►	407,00 PLN ▼
Asseco Poland	redukuj ▼	44,00 PLN ▼
Atal	akumuluj ►	49,20 PLN ▲
BBI Development	równoważ ►	-
Budimex	kupuj ►	246,00 PLN ▼
Capital Park	kupuj ►	8,42 PLN ▲
CCC	trzymaj ►	295,00 PLN ▲
CD Projekt	sprzedaj ►	90,00 PLN ▲
CEZ	trzymaj ▼	532,50 CZK ▼
Ciech	kupuj ►	90,13 PLN ▲
Comarch	trzymaj ▼	180,00 PLN ▼
Dino	kupuj ►	95,40 PLN ►
Dom Dev.	kupuj ►	103,00 PLN ▲
Echo	kupuj ►	6,31 PLN ▼
Elektrobudowa	kupuj ►	113,00 PLN ▼
Enea	akumuluj ►	12,98 PLN ▲
Energa	kupuj ►	15,20 PLN ▲
Erste Bank	trzymaj ►	40,00 EUR ▲
Eurocash	kupuj ►	32,30 PLN ▼
Famur	kupuj ►	7,29 PLN ▲
Forte	równoważ ►	-
Grupa Azoty	trzymaj ►	73,42 PLN ▼
Grupa Kęty	trzymaj ►	391,41 PLN ▲
GTC	trzymaj ►	9,70 PLN ▼
Jeronimo Martins	trzymaj ►	16,90 EUR ▼
Kernel	trzymaj ▼	53,47 PLN ▼
KGHM	akumuluj ▲	128,62 PLN ▲
Kruk	kupuj ►	300,94 PLN ▼
LC Corp	kupuj ►	3,74 PLN ▲
Lotos	redukuj ►	52,67 PLN ▲
LPP	trzymaj ►	9400 PLN ▼
MOL	trzymaj ►	3152,00 HUF ▲
Netia	redukuj ▼	4,60 PLN ▲
OTP Bank	akumuluj ▲	12090 HUF ▲
PBKM	trzymaj ►	76,00 PLN ▲
PGE	akumuluj ►	13,30 PLN ▲
PGNiG	kupuj ►	7,65 PLN ▼
PKN Orlen	sprzedaj ►	82,84 PLN ▲
Polnord	równoważ ►	-
Polwax	kupuj ►	18,80 PLN ▼
PCM	kupuj ►	35,30 PLN ▼
PZU	akumuluj ▼	50,58 PLN ▼
Robyg	trzymaj ▼	4,03 PLN ▼
Ronson	niedoważaj ►	-
Skarbiec Holding	kupuj ►	56,30 PLN ▲
Stelmet	kupuj ►	28,37 PLN ▼
Synthos	trzymaj ►	4,77 PLN ▲
Tauron	trzymaj ►	3,38 PLN ▲
Torpol	równoważ ►	-
Trakcja	równoważ ►	-
TXM	kupuj ►	5,41 PLN ▼
Unibep	kupuj ▲	10,80 PLN ►
Vistula	równoważ ▼	-
Wirtualna Polska	akumuluj ►	56,10 PLN ▲
ZUE	równoważ ►	-

Rynek akcji

Trwa trend – silny pozytywny konsensus

Jaki będzie 2018 rok na rynku akcji? Sytuacja makroekonomiczna w światowej gospodarce jest najlepsza od co najmniej 10 lat, dominuje konsensus, że trend nie zmieni się w 2018 roku, szybko rosną zyski przedsiębiorstw, a banki centralne (choć coraz bardziej jastrzębie) nadal zasilają rynki płynnością. Z drugiej strony, mamy bardzo wysokie oczekiwania inwestorów, zaawansowaną fazę cyklu gospodarczego, ekstremalne dodatnie odchylenia wskaźników wyprzedających, relatywnie wysokie poziomy wycen aktywów, wysokie wskaźniki wykupienia rynku, a także… silny konsensus analityków, że czekają nas tylko wzrosty.

Na początku 2017 roku konsensus 18 topowych banków inwestycyjnych zakładał 5,5% wzrost indeksu S&P500, a najwięksi optymiści prognozowali 12% wzrost. Po kolejnym roku hossy, oczekiwania banków na 2018 rok są jeszcze wyższe. Najbardziej optymistyczna prognoza zakłada wzrost indeksu do 3100 pkt. (+16,5%), a konsensus 2 883 pkt., tj. 7,5% powyżej szczytu z 2017 r. Żaden bank nie zakłada spadku indeksu (najbardziej pesymistyczna prognoza to +2,6% r/r). Dominuje przekonanie, że te same czynniki co w 2017 r. będą wspierały rynek również i w 2018 r., tj.: a) dynamiczny wzrost zysków spółek dodatkowo wsparty coraz bardziej prawdopodobnym obniżeniem stopy podatkowej od zysków przedsiębiorstw z obecnych 35% do 21% (a w tle rysuje się jeszcze pakiet fiskalny); b) większe zyski oznaczają wyższe dywidendy i skupy akcji własnych; c) zsynchronizowany globalny wzrost gospodarczy przyspiesza; d) nadal niska inflacja powoduje, że banki centralne powoli zacieśniają politykę monetarną.

Przy tak silnym przekonaniu niemal wszystkich najlepszych zespołów analitycznych o kontynuacji zarówno pozytywnych globalnych trendów makro, jak i zyskowności spółek, trudno stawiać przeciwstawne tezy. W bazowym scenariuszu zakładamy, że konsensus ma rację. Biorąc jednak pod uwagę wysokie oczekiwania, uważamy że będzie bardzo trudno o pozytywne zaskoczenia, co finalnie zmniejszy całoroczną stopę zwrotu z akcji vs. rok 2017. Podkreślamy, że w kontekście oczekiwań i poziomu wycen zdecydowanie więcej ryzyk widzimy po stronie zaskoczeń negatywnych niż pozytywnych.

Bardzo prawdopodobne dalsze wypłaszczanie krzywej dochodowości amerykańskich obligacji będzie rodziło obawy inwestorów o pojawienie się recesji w 2019 roku, co rynki mogą zacząć dyskontować w 2. półroczu 2018 (nadal dobre dane makro, więc raczej wypłaszczenie trendu niż jego zmiana). Zwracamy uwagę, że krzywa dochodowości wypłaszcza się w szybkim tempie (różnica 10Y i 2Y zaledwie 0,56%). Wyższa inflacja od oczekiwań oznacza nie tylko reakcję FED (przesuniecie oczekiwań na 4. podwyżkę w br.), ale także dalszy wzrost rentowności obligacji. Przebicie przez 10Y poziomu 3,1% będzie sygnałem zakończenia trendu spadkowego rentowności trwającego od 1981 r. Patrząc na cykle ISM czy stopę bezrobocia można stwierdzić, że obecny trend gospodarki amerykańskiej i wyników spółek będzie najdłużej trwającym cyklem od co najmniej lat '40.

Sytuacja geopolityczna na świecie i w Polsce

W 2017 rok wchodziliśmy z szeregiem ryzyk geopolitycznych, jednak większość z nich się nie zmaterializowała. Prawica w Europie w kolejnych wyborach osiągała słabsze wyniki niż pierwotnie zakładano (Francja, Niemcy, Holandia). Polityka Trumpa nie doprowadziła do eskalacji konfliktów z Chinami/Rosją i jak na razie nie doszło do wojny celnej. Konflikt USA z Koreą Północną sprowadza się do wzajemnych pogróżek. Biorąc pod uwagę, słabnącą pozycję May, BREXIT może w ogóle nie dojść do skutku. Referendum w Katalonii, pomimo że wygrane przez separatystów, nie prowadzi do rozpadu Hiszpanii. Konflikt w Donbasie pozostaje w fazie „lokalnej". Nie oznacza to oczywiście, że w roku 2018 nadal tlące się „punkty zapalne" nie doprowadzą do wzrostu globalnego ryzyka, jednak niepewność z tym związana wydaje się dziś mniejsza niż 12 miesięcy temu. Trwa okres dobrej koniunktury, co jest korzystne dla wszystkich światowych mocarstw.

Ważnym punktem w kalendarzu 2018 są listopadowe wybory do Kongresu w USA. Amerykanie wybiorą nową Izbę Reprezentantów oraz 1/3 Senatu. Sondaże potwierdzają bardzo niskie poparcie dla Prezydenta i Republikanów, co stwarza ryzyko klinczu politycznego i zahamowanie ewentualnych reform, a także problemów z uchwaleniem kolejnych budżetów – przy rosnącym deficycie związanym z pakietem fiskalnym i obniżką podatków. Elementem zmniejszającym popularność Republikanów jest kluczowa (dyskontowana) dla rynków finansowych reforma podatkowa. Elementem politycznym, który będzie wpływał na rynek będą negocjacje ws. przyszłych zasad funkcjonowania NAFTA, z wyborami w Meksyku w tle (lipiec). Inwestorzy będą oceniali pozycję negocjacyjną USA w kontekście globalnego rynku wolnego handlu (szczególnie postawa wobec Chin).

W Europie najważniejszymi wydarzeniami politycznymi pozostają: ciągły brak koalicji parlamentarnej i nowego rządu w Niemczech (pomimo niedawnych zapowiedzi o prawdopodobnym stworzeniu koalicji) oraz marcowe wybory we Włoszech (sondaże wskazują na zwycięstwo prawicy i partii anty-unijnych). Ponadto, najpóźniej do października musi zostać zawarte porozumienie pomiędzy Wielką Brytanią a Unią Europejską ws. warunków BREXITu. Choć wydaje się to formalnością, w marcu będą miały miejsce wybory prezydenckie w Rosji.

W polskim kalendarzu politycznym pozostały jeszcze tylko wybory samorządowe (listopad 2018). Z punktu widzenia rynków finansowych, mają one o tyle znaczenie, że są związane z cyklem inwestycji na poziomie budżetów samorządowych, co pozytywnie wpływa na dane makro. Większe znaczenie ma to, jakie będą konsekwencje konfliktu polskiego rządu z organami UE w sprawie reformy sądownictwa i ewentualnych sankcji w związku z uruchomieniem art. 7 Traktatu o UE.

Ścieżka decyzyjna w tej sprawie jest „wyboista" co wskazuje, że ewentualne decyzje zapewne nie zapadną szybko jeśli w ogóle (szerzej pisaliśmy o procedurach w grudniowym raporcie miesięcznym). Na chwilę obecną Węgry deklarują, że nie poprą wniosku o sankcjach w głosowaniu na szczycie UE, co właściwie uniemożliwiłoby KE wyegzekwowanie zmian, a Polskę uchroniłoby od konsekwencji. Kolejne etapy podejmowania decyzji organów unijnych i toczące się w kuluarach negocjacje mogą wywoływać burzliwe dyskusje w mediach, jednak nie powinny one w najbliższych tygodniach (brak rozstrzygnięć) negatywnie wpływać na postrzeganie Polski przez inwestorów (po grudniowej decyzji o uruchomieniu art. 7 PLN umocnił się, nastąpił spadek rentowności obligacji). Ewentualne decyzje ws. sankcji nie powinny mieć również przełożenia na budżety infrastrukturalne, a więc realizację projektów budowlanych współfinansowanych ze środków unijnych. Ostatnie zmiany w Rządzie i podjęte przez Premiera Morawieckiego rozmowy z przedstawicielami państw UE mają na celu złagodzenie konfliktu i ocieplenie wizerunku rządu polskiego.

Zsynchronizowany globalny wzrost, ale to USA nadal wyznacza trend

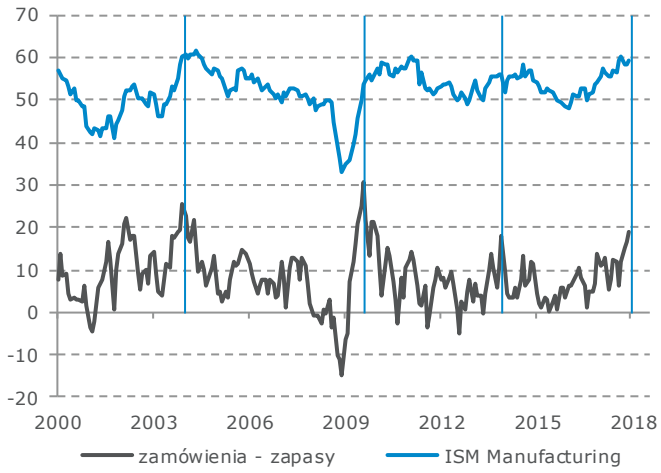
ISI Evercore prognozuje, że w 2018 roku w USA dynamika wzrostu PKB wyniesie 3,0% w stosunku do 2,5% w 2017. Jednocześnie analitycy zakładają wzrost inflacji, w efekcie czego nominalny wzrost PKB przyspieszy do 5,0% w stosunku do 4,0% w roku poprzednim (deflator PKB +2,0% vs. +1,5%). Taki scenariusz jest pozytywny dla akcji, nawet jeśli mamy do czynienia z wysokimi wycenami. Poniżej chcemy zwrócić uwagę na czynniki ryzyka, które mogłyby taki scenariusz zanegować.

Cykl gospodarczy w USA jest już mocno zaawansowany. Wskaźniki wyprzedające ISM dla przemysłu i usług oraz ich subindeksy osiągnęły poziomy szczytowe dla innych cykli i z dużym prawdopodobieństwem można przyjąć, że w kolejnych kwartałach zobaczymy ich spadek. Samo w sobie nie oznacza to oczywiście końca trendu wzrostowego PKB, a jedynie spowolnienie dynamiki wzrostu. Jak głębokie będzie to spowolnienie pokaże czas i dziś nie sposób go prognozować, jednak naszym zdaniem dla rynków finansowych spowolnienie może poddać w wątpliwość zakładane dynamiki wzrostu EPS dla spółek giełdowych (+21% w całym 2018 r.).

Ostatnim razem ISM Manufacturing spadł poniżej 45 pkt 102 miesiące temu. Biorąc pod uwagę, obecną koniunkturę w gospodarce światowej wszystko wskazuje na to, że będzie to najdłuższy cykl od co najmniej końca II wojny światowej. Podobna sytuacja miała miejsce tylko w latach '90, przy czym w tamtym cyklu wskaźnik dwukrotnie spadał poniżej poziomu 50 pkt. Poniższy wykres prezentuje okres trwania cykli w dwóch wariantach: a) od dołka do dołka cyklu, b) okres „przebywania" indeksu powyżej 45 pkt. Warto pamiętać, że dopiero wejście wskaźnika w okres recesji powodowało długotrwałą i głęboką przecenę na rynku akcji. Spadki indeksu w ramach mniejszych pod-cykli zwykle kończyły się lokalną korektą indeksów. Ograniczając analizę tylko do danych historycznych ISM, można by postawić tezę, że wskaźnik właśnie buduje szczyt, a w kolejnych 18 miesiącach powinien spaść poniżej 45 pkt.

Kiedy spadek ISM? Struktura subindeksów ISM Manufacturing wskazuje, że obecny cykl dla wskaźnika może potrwać jeszcze kilka miesięcy zanim zacznie on spadać. Różnica subindeksu nowych zamówień i zapasów wynosi obecnie 20,9 pkt. Szeroki wskaźnik zaczynał spadać, zwykle kilka miesięcy po tym jak wspomniana różnica subindeksów ustanawiała cykliczny szczyt (wykres obok).

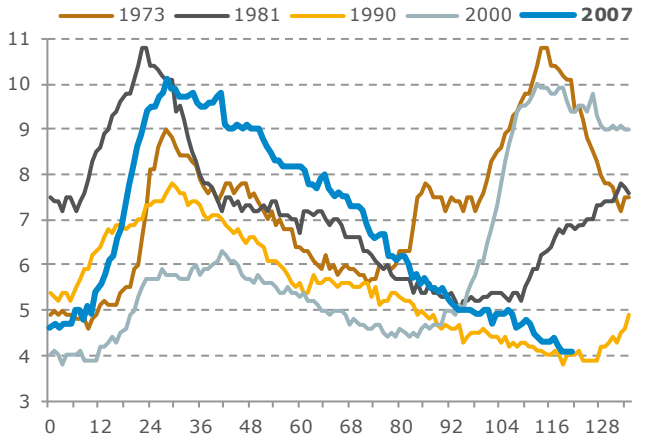
ISM Manufacturing na tle różnicy subindeksu nowych zamówień i zapasów



Źródło: Bloomberg, mBank

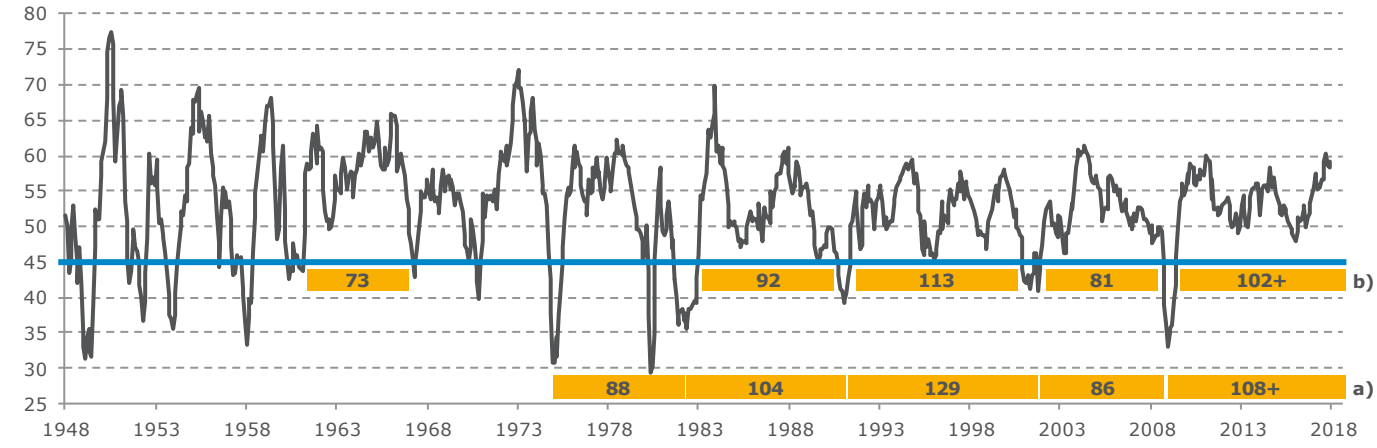
Podobne wnioski płyną z analizy stopy bezrobocia. Okres trwania obecnego cyklu zatrudnienia również jest dłuższy niż trzy z czterech pozostałych cykli w ostatnich 45 latach. Można go porównywać jedynie z cyklem z lat '90, który jak na razie trwa dłużej o 7 miesięcy i wszystko wskazuje, że wynik ten zostanie pobity przez obecny trend. To oczywiście tylko statystyka, jednakże pokazująca fazę w jakiej znajduje się gospodarka amerykańska.

Stopa bezrobocia w USA w kolejnych cyklach (m-ce)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

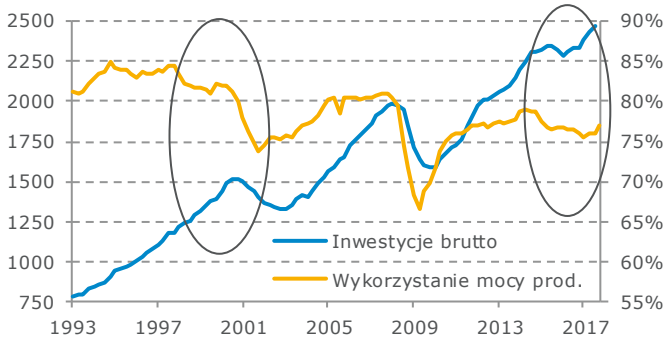
ISM w przemyśle – długość cykli (w miesiącach)



Źródło: Bloomberg, mBank

Czynniki jak wykorzystanie mocy produkcyjnych (77,1% vs. 80-84% w szczytach poprzednich cykli) czy poziom inwestycji nadal mają potencjał dalszego wzrostu i mogą pchnąć gospodarkę na jeszcze wyższy poziom. Zwracamy uwagę, że „nierosnące" wykorzystanie potencjału produkcyjnego w okresie dobrej koniunktury gospodarczej i rosnących inwestycjach przypomina sytuację w końca lat '90.

Prywatne inwestycje brutto na tle wykorzystania mocy produkcyjnych w przemyśle



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

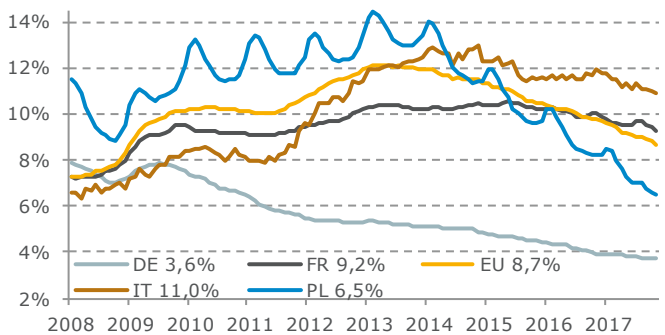
Elementem, który powinien przedłużyć długość cyklu jest przygotowywana reforma podatkowa oraz pakiet fiskalny. W przypadku tego drugiego kluczowym elementem pozostaje jego wpływ na inflację. Zgodnie z założeniami projektu ma on stymulować nie tylko popyt konsumpcyjny, ale przede wszystkim cześć podażową gospodarki poprzez przyspieszenie inwestycji i poprawę produktywność, co w długim okresie będzie ograniczało wzrost inflacji. Takie są założenia. Część analityków zwraca jednak uwagę, że tak silny impuls dla gospodarki w fazie bardzo niskiego bezrobocia doprowadzi do przegrzania koniunktury i dużo szybszych podwyżek stóp procentowych.

W kontekście reformy podatkowej i pakietu fiskalnego tematem, który będzie częściej niż w 2017 roku trafiał na wokandę będzie deficyt budżetowy. W 2017 roku wyniesie on 3,4% PKB. Według obecnych szacunków sfinansowanie reformy i pakietu będzie kosztować ok. 1,5 bln USD, tj. 1,9% PKB.

Europa przyspieszy – chyba, że...

W Europie wzrost gospodarczy przyspiesza, a jego głównym motorem pozostają: konsumpcja wewnętrzna – wspomagana znaczną poprawą na rynku pracy (spadek stopy bezrobocia w UE do 8,7% z 9,8% przed rokiem; 7,3% w 2007 r.) oraz eksport - stymulowany silnym popytem w światowej gospodarce, szczególnie na rynku chińskim. Wraz z rosnącym wykorzystaniem mocy wytwórczych coraz wyraźniej rosną również inwestycje. Wskaźniki wyprzedzające zapowiadają kontynuację trendu w 2018 roku.

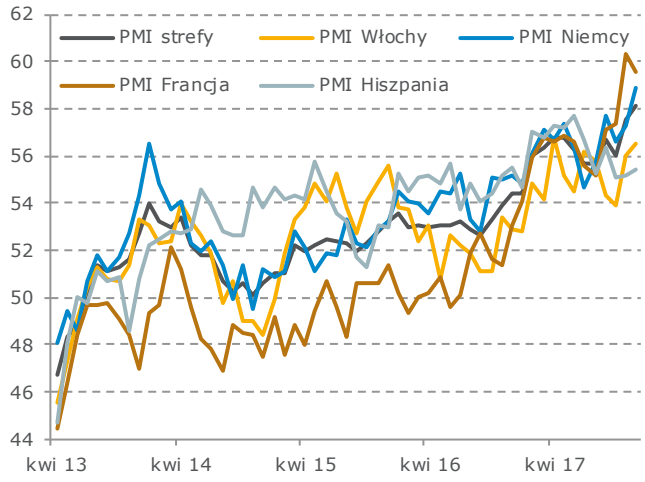
Stopa bezrobocia w wybranych krajach Europy



Źródło: Bloomberg

Makroekonomiści Commerzbanku zakładają, że realny wzrost PKB w strefie euro wyniesie 2,5% (Niemcy +2,5%, Francja +2,3%, Włochy +1,7%) przy inflacji CPI na poziomie 1,6%. Cykl PMI w Europie nakłada się na cykl ISM z niewielkim opóźnieniem i jak na razie potwierdza optymistyczne prognozy wzrostu gospodarczego.

PMI Composite dla największych gospodarek strefy euro



Źródło: Bloomberg

Czy jednak skala aprecjacji euro w stosunku do koszyka walut nie będzie powodem wyhamowania trendu, a właściwie wolniejszego wzrostu niż zakłada konsensus? Biorąc nawet pod uwagę, że duża część eksportu poszczególnych krajów odbywa się w obrębie strefy, to jednak trudno zakładać niewrażliwość rentowności eksporterów na kurs walutowy. Tempo aprecjacji euro jest wyższe niż przewidywali analitycy prognozujący wzrost gospodarczy. Prognoza Commerzbank dla Niemiec (+2,5% PKB) została przygotowana przy założeniu odwrócenia trendu aprecjacyjnego EUR (1,16x USD na koniec 1Q). Pierwszym symptomem prawdopodobnej zmiany momentum powinny być *profit warnings* ze spółek w trakcie trwającego sezonu wynikowego w Europie (szczególnie spółek z DAX).

Innym, bardziej długoterminowym czynnikiem ryzyka (kolejne 5 lat) podnoszonym w kontekście gospodarki niemieckiej jest rozwój technologii produkcji samochodów elektrycznych. Około 30% zysków spółek z DAX generuje branża samochodowa i jej podwykonawcy. Idea samochodu elektrycznego opiera się na dużo większej prostocie układu mechanicznego, która dotychczas była istotną barierą wejścia na rynek samochodowy i dawała firmom niemieckim status globalnego potentata. Wystarczy wspomnieć, że nad własnymi projektami samochodów elektrycznych (i autonomicznych) pracują m.in. Apple i Google. We wrześniu Samsung zaprezentował baterie samochodowe umożliwiające przejechanie 600 km. W 2018 roku niemieckie koncerny najprawdopodobniej osiągną wysokie poziomy sprzedaży aut, jednak każde kolejne prezentacje nowych elektrycznych samochodów konkurencji (*new entrants*) będą psuły sentyment do sektora i potwierdzały, że wskaźniki wycen BMW czy Volkswagena (P/E ok. 8,0x) nie są okazją do kupna.

Obligacje – ryzyko szybkiego ruchu przy nisko osadzonych oczekiwaniach inflacyjnych, przełamanie długoterminowego trendu na 10Y w USA?

Inflacja (CPI) w USA w najbliższych 2-3 miesiącach powinna spadać ze względu na efekty bazowe, a w kolejnych zacznie stopniowo rosnąć aż do 2,4-2,5% pod koniec roku. Oczekiwania rynków są niskie, co oznacza że nawet niewielkie odchylenie od zakładanych trajektorii wzrostu może zostać odebrane przez inwestorów jako zapowiedź szybszych podwyżek stóp. Obecnie konsensus zakłada 3 podwyżki w 2018, tj. nieco poniżej oczekiwań członków FOMC (3-4). Analogicznie rynek nie dyskontuje tempa zacieśniania vs. szacunki FED w 2019 i 2020. Oprócz rosnącego napięcia na rynku pracy poziom CPI będzie podbijać rosnąca cena ropy naftowej i innych surowców przemysłowych, co do niedawna nie było zakładane w konsensusie prognoz analityków.

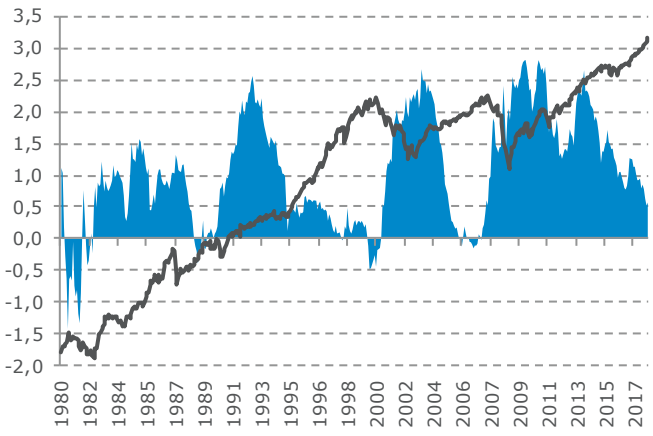
Długoterminowy trend na 10Y US bonds (skala logarytmiczna)

Źródło: Bloomberg



Szybszy wzrost inflacji niż zakłada rynek przesunie rentowności obligacji, przy czym warto zwrócić uwagę, że wzrost rentowności 10Y powyżej 3,0% zostanie odebrane przez inwestorów jako zmiana długoterminowego trendu, zapoczątkowanego w roku 1981. Techniczne przełamanie trendu może aktywować algorytmiczne zlecenia na rynek akcji i obligacji, przyspieszające spadek cen. Oprócz inflacji, czynnikiem który zwiększa prawdopodobieństwo przełamania wspomnianego poziomu jest oczekiwane rozszerzenie deficytu budżetowego związane z reformą podatkową i pakietem fiskalnym.

Krzywa rentowności 10Y-2Y na tle S&P500



Źródło: Bloomberg

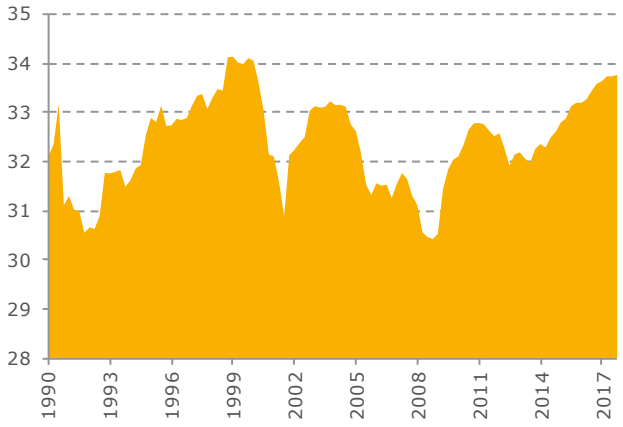
W ostatnich 40 latach krzywa dochodowości (10Y-2Y) w USA czterokrotnie osiągała ujemne wartości, za każdym razem poprzedzając recesje w gospodarce. Obecnie krzywa wypłaszcza się i jeżeli tempo tego ruchu zostanie utrzymane to na przełomie 2018/19 roku będziemy mieli do czynienia z odwróconą krzywą dochodowości (ostatnio widzianą w 2007). Z punktu widzenia inwestorów giełdowych nasuwają się następujące konkluzje: a) wystąpienie odwróconej krzywej dochodowości wyprzedza recesję i ewentualne spadki na giełdzie o kilka/kilkanaście miesięcy; b) sam fakt wystąpienia odwróconej krzywej nie oznacza zmiany trendu na spadkowy (w latach '90 miała miejsce tylko lokalna korekta, płytka recesja z utrzymaniem wyników spółek na wysokim poziomie).

Konsekwencją rosnących rentowności obligacji jest zmniejszenie atrakcyjności akcji liczonej wskaźnikiem DY vs. stopa zwrotu z obligacji. DY dla spółek z S&P500 za ostatnie 12 miesięcy wynosi 1,8%, a prognozowany na 2018 rok 1,87%, przy rentowności obligacji 10Y na poziomie 2,71%.

Wyniki spółek jak w latach '90

Dopóki wyniki spółek poprawiają się r/r dopóty nie zakładamy wejścia indeksów w trend spadkowy. Długość obecnego cyklu dobrych wyników spółek amerykańskich, podobnie jak całej gospodarki, można porównać jedynie do lat '90, kiedy rentowność brutto sprzedaży utrzymywała się nawet na wyższym poziomie (obecnie 33,7%). Konsensus prognoz na najbliższe dwa lata jest również optymistyczny i zakłada, że marże utrzymają się na takich poziomach.

Rentowność sprzedaży brutto (%) spółek z S&P500

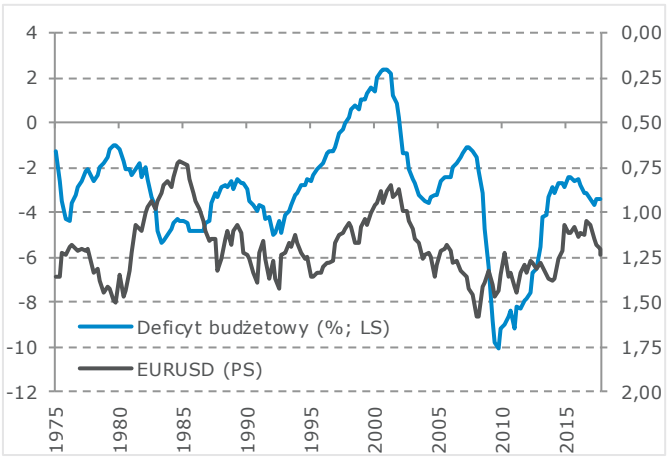


Źródło: Bloomberg

EURUSD – co dalej?

Rok 2017 był rokiem słabnącego USD (zmiana z 1,05 do 1,20 vs. EUR). W ostatnich miesiącach 2017 roku słabnięcie USD napędzało przyspieszenie wzrostu gospodarczego w innych gospodarkach – szczególnie w strefie euro, co powoduje wzmożone oczekiwania na zmianę w polityce monetarnej ECB (w stosunku do zaawansowanego cyklu podwyżek FED). Co może zmienić trend? Momentum w strefie definitywnie poprawia się, ale biorąc pod uwagę wysoki udział w PKB eksportu (w przeciwieństwie do USA) dalsze umocnienie euro może ograniczać potencjał wzrostu i przesuwać w czasie ruch ze strony ECB. Z drugiej strony szybki wzrost w USA (4-5% nominalnie) i towarzyszący temu wzrost inflacji zwiększy oczekiwania na ruch ze strony FED. Dodatkowo reforma podatkowa i pakiet fiskalny powiększające deficyt budżetowy o ok. 1,5 bln USD zapewne będą podbijały rynkowe stopy procentowe. W szerokiej perspektywie, z wyjątkiem początku lat '80, wzrost deficytu wpływał na osłabienie USD.

Deficyt budżetowy w USA(% PKB) a kurs EURUSD



Źródło: Bloomberg

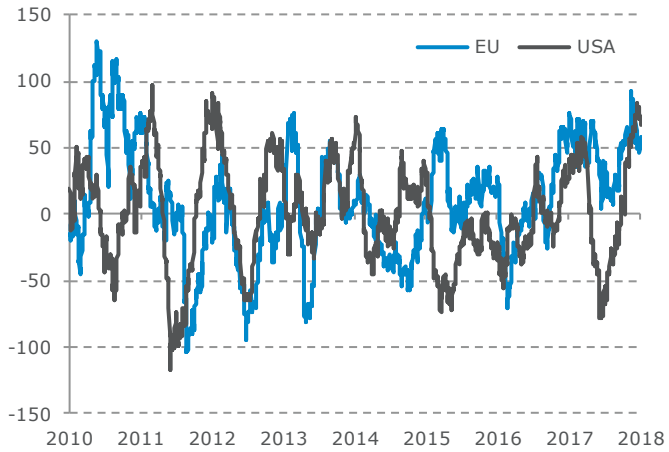
Tym niemniej występowały okresy kilkuletnie, kiedy tendencja ta była odwrotna. Jednym z wytłumaczeń jest to, że kiedy rynki zwiększały apetyt na ryzyko to USD osłabiał się i odwrotnie.

Naszym zdaniem kolejne miesiące 2018 r. przyniosą schłodzenie oczekiwań i zmniejszenie apetytu na ryzyko. Paradoksalnie, problemy z kolejnym zwiększeniem limitów budżetowych (szczególnie po prawdopodobnie przegranych wyborach do Kongresu przez Republikanów) powinny umacniać USD (risk-off). Biorąc pod uwagę te elementy, naszym zdaniem w pierwszej części 2018 r. USD osłabi się do EUR do poziomu 1,27-1,29, a następnie zacznie się umacniać.

Sentyment inwestorów – optymizm największy od lat

Wskaźniki optymizmu inwestorów osiągnęły wysokie poziomy w ujęciu historycznym, co w połączeniu z wysokimi oczekiwaniami dotyczącymi scenariusza makro i wzrostu wyników spółek stanowi ryzykowną mieszankę. Samo to nie oznacza końca trendu wzrostowego, który przy utrzymującym się stabilnym otoczeniu może być kontynuowany. Chodzi raczej o ryzyko gwałtownej reakcji rynku, kiedy pojawią się pierwsze rozczarowania.

Wskaźnik zaskoczeń Citibanku dla USA i strefy euro



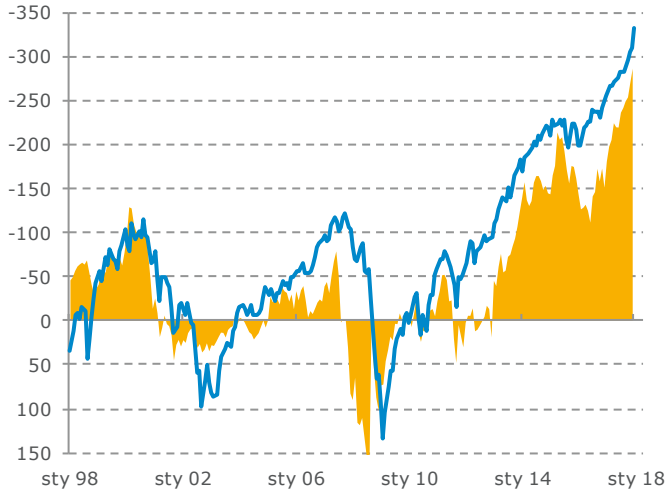
Źródło: Bloomberg

Wskaźniki sentymentu inwestorów osiągają wysokie odchylenia, przy czym bazując na danych historycznych taki stan może mieć miejsce jeszcze przez wiele miesięcy. VIX dla S&P500 utrzymuje się na poziomie ok. 10 pkt, średnia 3-miesięczna różnica pomiędzy bykami a niedźwiedziami dla rynku amerykańskiego na koniec grudnia 2017 wzrosła do 32 p.p., Markit CDS North America Index obniżył się do zaledwie 47,3 pkt. Wskaźnik wyceny akcji amerykańskich (S&P500) liczony metodą Shiller P/E osiągnął wartość 34,5x, tj. blisko dwukrotnie wyższą niż mediana w ostatnich 100 latach. W poszczególnych cyklach wskaźnik osiągnął wyższą wartość (44,2x) jedynie w roku 2000 (wielokrotnie porównywany przez nas w tym opracowaniu koniec cyklu lat '90). Największa różnica pomiędzy P/E Schiller a zwykłym P/E ma miejsce w przypadku spółek z sektora nieruchomości (46,8x vs. 27,4x), surowców i materiałów (37,3x vs. 28,8x) i technologii (38,5x vs. 28,0x; można to tłumaczyć rewolucją technologiczną w wielu dziedzinach życia).

Inwestorzy dużo kupują na kredyt, ryzyko zwiększonej zmienności, na razie bez sygnału odwrócenia trendu

FINRA co miesiąc publikuje dane z firm członkowskich prowadzących rachunki zabezpieczające dla klientów dotyczące sumy wszystkich sald debetowych na rachunkach papierów wartościowych (*margin debt*) i sumy wszystkich wolnych sald kredytowych na wszystkich rachunkach pieniężnych oraz wszystkich rachunkach zabezpieczających papiery wartościowe (*Free Credit Cash Accounts and Credit Balances in Margin Accounts*). W uproszczeniu różnica pomiędzy tymi pozycjami (*Balance*) daje obraz zalewarowania inwestycji w akcje na rynku amerykańskim. Wynik przedstawiamy w formie graficznej poniżej.

Balance na tle S&P500 (margin debt - cash; mld USD)



Źródło: FINRA, Dom Maklerski mBanku

Z danych wynika, że historycznie dywergencja polegająca na wcześniejszym ustanowieniu maksymalnego poziomu przez *Balance* w stosunku do szczytu indeksu (S&P500, niebieska linia na wykresie) może być dobrym wskaźnikiem wyprzedzającym zmiany trendu. Samo silne zalewarowanie pozycji nie jest wyznacznikiem końca trendu (przy pozytywnym sentymencie może się powiększać) a raczej wycofanie/zmniejszenie zakupu na kredyt przez bardziej przewidujących inwestorów. Warto jednak zwrócić uwagę, że w 2000 roku szczyt na wskaźniku wyprzedził szczyt indeksu o 6 miesięcy, a w roku 2007 o 4 miesiące. Ostatnia korekta większa niż 15% na S&P500 miała miejsce w 2011 (-19,4%). Wskaźnik wyprzedził ją o 2 miesiące. Dane FINRA publikowane są z miesięcznym opóźnieniem.

Fala kapitału na rynek akcji przez ETF

Główną siłą sprawczą hossy na akcyjnych rynkach wschodzących jest napływ kapitału do funduszy ETF dedykowanych do tej klasy aktywów. W ciągu ostatnich 12 miesięcy łącznie napłynęło do nich 55 mld USD, tj. 27% stanu wyjściowego (+88 mld USD w ostatnich trzech latach). Skala napływu kapitału wyraźnie przyspieszyła w ostatnich kwartałach. W samym styczniu fundusze pozyskały netto 9,4 mld USD. ETF dedykowane na rynki wschodzące są nadal relatywnie małe (257,5 mld USD), jeśli porównany je do akcyjnych dedykowanych na rynki rozwinięte (4 733 mld USD, +13% r/r). Oczywiście skala napływu kapitału do ETF jest silnie skorelowana z sentymentem inwestorów i sytuacją w globalnym makro. Dopóki rynki rozgrywają pozytywny scenariusz kapitał nadal będzie płynął. Lokalny kapitał (OFE, TFI) pozostaje relatywnie słaby, ale w roku 2018 widzimy czynniki, które mogą istotnie wpływać na realokacje kapitału w Polsce.

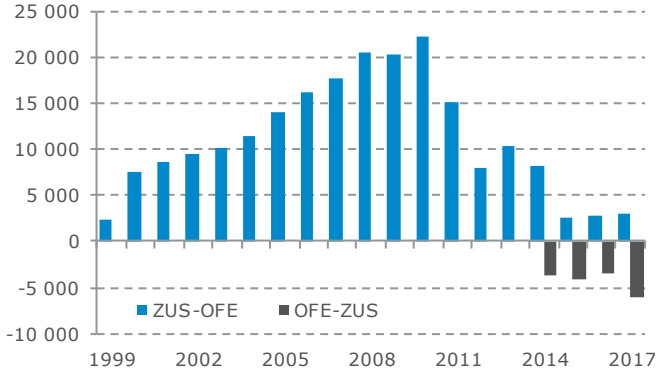
RPP nadal gołębia, pozytywny scenariusz makro dla polskiej gospodarki

Podobnie jak dla globalnej gospodarki czy bliżej – strefy euro – scenariusz makro dla Polski na rok 2018 pozostaje pozytywny. Nasi makroekonomiści zakładają 4,5% realny wzrost PKB w stosunku do 4,3% w 2017 r.; 4,2% wzrost konsumpcji prywatnej stymulowanej nadal poprawiającą się sytuacją na rynku racy; przyspieszenie wzrostu inwestycji do 9,8% z 3,9% w poprzednim roku. Inflacja CPI w Polsce na koniec roku obniżyła się do 2,1%. W najbliższych dwóch miesiącach, głównie za sprawą efektów bazowych (żywność), inflacja spadnie poniżej 2% co da argumenty RPP do utrzymania gołębiego nastawienia w polityce monetarnej. Od 2Q efekt bazy wygaśnie i wraz ze wzrostem gospodarczym przyspieszy inflacja (CPI średnioroczna 2,4%), tym bardziej że przedsiębiorstwa coraz łatwiej podwyższają ceny swoich produktów.

Co dalej z OFE? W 2018 nic nowego

OFE odprowadzają oszczędności klientów w ramach suwaka do ZUS od 2014 roku. Wielkość transferów w ujęciu rocznym była podobna i wahała się między 3,5 mld PLN (2016) a 6,1 mld PLN (2017, z czego 1,5 mld PLN jednorazowo w związku z obniżeniem wieku emerytalnego). W ujęciu kwartalnym w okresie 1-3Q'17 roku suwak transferował z OFE średnio 1 053 mln PLN. W tym czasie przepływy z ZUS do OFE wyniosły średnio 862 mln PLN, co implikuje kwartalne przepływy netto ma poziomie -190 mln PLN. Warto zwrócić przy tym uwagę, że OFE NN ze względu na strukturę wiekową członków, a przede wszystkim fakt, że aż 25% członków funduszu nadal odprowadza składki w ramach II filara ubezpieczeń do funduszu, a nie do ZUS (wynik reformy OFE z 2014 roku, średnia dla wszystkich OFE to 16%) odnotowało w tym okresie dodatni bilans przepływów na poziomie 66 mln PLN kwartalnie. Oznacza to, że dla pozostałych OFE negatywy bilans wynosił 257 mln PLN kwartalnie.

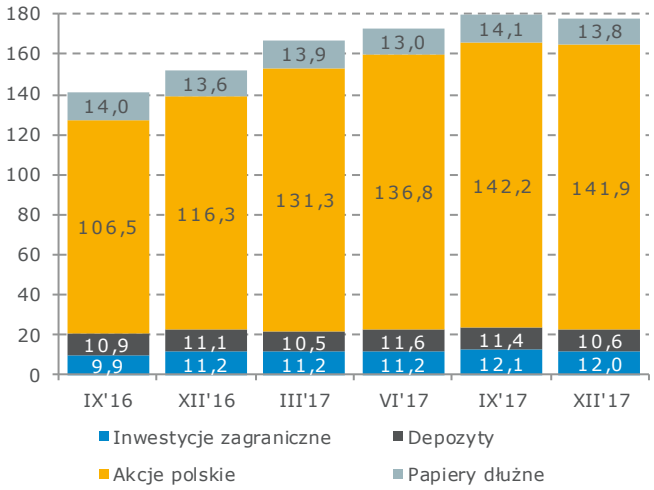
Transfery ZUS-OFE i OFE-ZUS w ramach suwaka



Źródło: ZUS, KNF

Obniżenie wieku emerytalnego w Polsce do 65 lat dla mężczyzn i 60 lat dla kobiet powoduje, że kolejne roczniki „skokowo" wejdą w wiek emerytalny lub zostaną objęte mechanizmem suwaka, co oznacza obniżenie składek wpłacanych przez ZUS jak również zwiększenie wypływu środków w ramach suwaka. Efekt „skokowego" dopasowania to jednorazowa kwota ok. 1,5 mld PLN, którą OFE jednorazowo przekazały do ZUS w 4Q'17 (bilans netto kwartału to 2,6 mld PLN). Ponadto trwałą zmianą jest to, że kwoty transferowane do ZUS będą dwukrotnie przekraczały wielkość składek wpłacanych do funduszy (1,4 mld PLN vs. 0,7 mld PLN). Oznacza to kwartalny bilans netto na poziomie ok. -0,7 mld PLN. Fundusze będą zasilane gotówką dzięki dywidendom i sprzedaży akcji spółek wycofywanych z GPW.

Struktura portfela inwestycyjnego OFE (mln PLN)



Źródło: KNF

Pomimo negatywnego bilansu transferów z ZUS (-3,2 mld PLN w 2017) wartość aktywów OFE wzrosła w 2017 do 179 mld PLN (z 151 mld PLN), co jest efektem wzrostu cen akcji. Na koniec roku udział akcji polskich w portfelach OFE wyniósł 79,6%, a akcji zagranicznych 6,3%. Ponadto OFE utrzymywały 10,6 mld PLN na depozytach bankowych (6% aktywów), co w kontekście dużej przewidywalności odpływu środków jest poziomem bezpiecznym i oznacza, że OFE mogą dokonać zakupu akcji jeśli pojawi się okazja inwestycyjna (ciekawe transakcje IPO/SPO/ABB, korekta na rynku). Biorąc jednak pod uwagę, że OFE utrzymywały bufor płynnościowy na podobnym poziomie historycznie i (przede wszystkim) negatywne przepływy w kolejnych latach, OFE nie będą „siłą sprawczą hossy".

Obok obniżenia wieku emerytalnego OFE czekają zmiany wynikające z rządowej reformy systemu emerytalnego, zakładającej m.in. wprowadzenie Powszechnych Planów Kapitałowych. W części dotyczącej trzeciego filara koncepcja Rządu zakłada przekształcenie PTE w TFI. Sam kształt zmian został zaprezentowany w 2016 roku i dziś trudno oceniać, czy nadal jest aktualny. Według ówczesnych założeń 25% aktywów OFE ma być transferowane do Funduszu Rezerwy Demograficznej – zarządzanej przez ZUS. Kluczem jest tu data, na którą zostanie dokonane wyliczenie wspomnianego progu. W chwili przedstawienia koncepcji, ok. 25% aktywów OFE stanowiły inne aktywa niż akcje polskich spółek. Obecnie udział polskich akcji stanowi 80%, co oznacza, że jeżeli Rząd podtrzyma wcześniejszy 75% próg, fundusze będą musiały albo oddać polskie akcje (według jakiego klucza?) lub je sprzedać, aby uzyskać gotówkę. Niezależnie od tego pytaniem pozostaje, ile czasu fundusze będą miały na dopasowanie struktury aktywów do nowych realiów (dywersyfikacja, zmniejszenie udziału akcji).

Pocieszające dla GPW jest to, że według deklaracji szefa PFR Pawła Borysa priorytetem dla rządu jest wprowadzenie PPK i tu obecnie koncentrują się wysiłki legislacyjne. Zmiany w OFE to kolejny etap, który może zostać zaimplementowany dopiero w 2020 roku, co oznaczałoby że w 2018 roku OFE nie „będą ruszone".

Powszechne Plany Kapitałowe – PPK

Rząd nadal nie przedstawił projektu ustawy dotyczącej PPK – programu opartego na wzorze brytyjskim (automatyczny zapis, co dwa lata ponawiany w przypadku wcześniejszej rezygnacji). Biorąc pod uwagę sytuację w jakiej znalazły się OFE, program PPK w kształcie proponowanym przez Premiera Morawieckiego pozytywnie wpływałby na rynek kapitałowy w Polsce. Premier deklarował, że legislacja PPK powinna zakończyć się do lipca 2018, a zacznie on funkcjonować od stycznia 2019. Jeżeli Rząd miałby dotrzymać słowa, najpóźniej do końca 1Q powinniśmy zobaczyć projekt ustawy. Uważamy, że już sama dyskusja rynkowa/medialna na temat skutków programu (publikacja projektu zwiększy prawdopodobieństwo jego wejścia) będzie pozytywnie wpływać na rynek akcji w kolejnych miesiącach. Dodatkowo, akcje zachęcania do oszczędności m.in. poprzez giełdę (w ramach PPK) powinien prowadzić Rząd. Przy założeniu partycypacji na poziomie 60-75%, roczne napływy nowego kapitału w ramach programu to ok. 15-17 mld PLN, z czego ok. 1/3 powinno trafić na rynek akcji. Oznacza to powrót do czasów z dużą aktywnością OFE.

Przypominamy główne założenia programu PPK:

Zasięg: osoby w wieku 19-55 lat obowiązkowo, powyżej 55. roku życia dobrowolność; przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 19 pracowników – w pierwszym etapie program będzie dotyczył przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 250 osób, w kolejnym półroczu 50-249 osób, po roku 49-19 osób, a przedsiębiorstwa które wdrożyły Powszechne Programy Emerytalne będą zwolnione z obowiązku.

Partycypacja: automatyczny zapis, możliwość rezygnacji po 3 miesiącach, ale po dwóch latach ponowny zapis automatyczny i konieczność deklaracji o ewentualnej rezygnacji; automat co dwa lata.

Składka: pracownik 2% wynagrodzenia z możliwością zwiększenia do 4%, pracodawca 1,5% wynagrodzenia z możliwością zwiększenia do 2,5%, budżet państwa 240 PLN rocznie (plus 250 PLN jednorazowo na początek).

Ulgi: pracownik – zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych, składek na ubezpieczenie społeczne; pracodawca – koszt podatkowy

Zarządzający: przez pierwsze dwa lata PFR (TFI), potem przedsiębiorca sam wybiera fundusz zarządzający; docelowo PFR ma być operatorem systemu odpowiedzialnym za infrastrukturę (informacja, ewidencja i rozliczenia).

Struktura aktywów: fundusze zdefiniowanej daty, tj. profil ryzyka zależny od wieku ubezpieczonego; akcje, obligacje komercyjne i skarbowe.

Dostępność funduszy: po wejściu w wiek emerytalny dwa warianty: 100%, ale oznacza konieczność zapłacenia podatku od zysków kapitałowych; lub 25% bez podatku, a pozostałe 75% rozłożone na równe raty płatne w ciągu 10 lat; ponadto możliwość wykorzystania oszczędności na cele mieszkaniowe, ale istnieje konieczność zwrotu środków przed emeryturą; 50% zgromadzonych środków na cele zdrowotne – w przypadku poważnych problemów zdrowotnych.

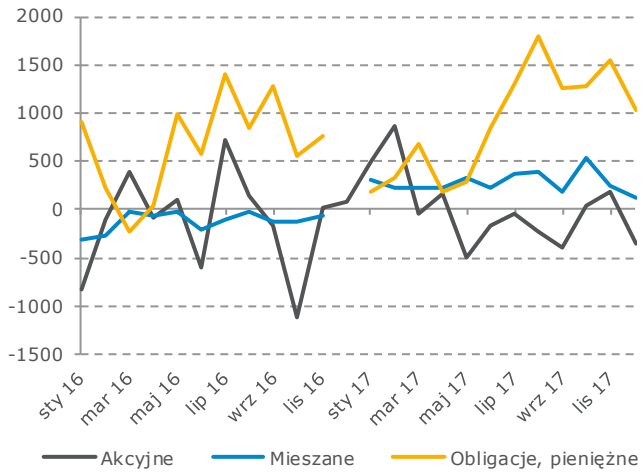
Oczekiwane roczne wpływy do funduszy: 15-17 mld PLN przy założeniu średniej składki na poziomie 3,5% i partycypacji 60-75%.

Po działaniach podjętych w stosunku do OFE (transfer ½ aktywów do ZUS w 2014) i przekonywaniu Polaków przez Rząd, że fundusze są nieefektywne i „przejadają" pieniądze oszczędzających, obecnie problemem jest brak zaufania obywateli do rynku kapitałowego. Nadal przejawia się to chociażby w negatywnym postrzeganiu TFI. Dobrze przygotowana akcja promocyjna i wprowadzone wcześniej 500+ (rosną oszczędności mniej zarabiających) powinno powodować, że odsetek rezygnujących będzie relatywnie mały (15-20%).

TFI nadal bez napływu do funduszy akcyjnych

Zgodnie z danymi izby branżowej, w 2017 roku pomimo relatywnie wysokich stóp zwrotu, krajowe TFI pozyskały netto do funduszy akcyjnych (uniwersalne, MIŚ, absolut return) zaledwie 14 mln PLN, przy czym dodatni bilans w ujęciu kwartalnym wystąpił tylko w 1Q (+1,3 mld PLN). 13,5 mld PLN jakie napłynęły w tym czasie netto do wszystkich funduszy (głównie pieniężne +6,8 mld PLN, dłużne +3,6 mld PLN) najlepiej oddają preferencje inwestycyjne gospodarstw domowych.

Przepływy netto do funduszy inwestycyjnych w Polsce (mln PLN)



Źródło: Izba TFI

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

Sektory w 2018

Finanse

- Oczekujemy, że środowisko operacyjne będzie nadal wspierać wyniki polskiego sektora bankowego w kolejnych latach, ale po znaczącym wzroście indeksu WIG Banki zalecamy selektywne podejście do inwestycji w banki.
- Dobre wyniki sektora w 2018 roku napędzane będą przez wolumeny kredytowe, a dopiero w 2019 roku przez podwyżki stóp procentowych. Obecnie oczekujemy +75 p.b. podwyżek w 2019 roku wobec poprzednich oczekiwań na poziomie +50 p.b. w 2018 i +50 p.b. w 2019 roku. Uważamy, że opóźnione podwyżki przełożą się na spadek konsensusu rynkowego o 3,8% w 2018 roku.
- Obecnie indeks WIG Banki notowany jest na wskaźniku 12 month forward P/E 16,0x oraz P/BV 1,5x, czyli najwyżej od 2015 roku. Oznacza to, że rynek przestał dyskontować podatek bankowy i zagrożenie płynące z ustaw CHF, a zaczął wyceniać podwyżki stóp procentowych. Re-rating był szczególnie widoczny w bankach ze znaczącą ekspozycją na kredyty CHF, takich jak PKO BP czy Bank Millennium. Tymczasem rentowność kapitałów, dywidenda, jak i sam kapitał nadwyżkowy pozostają na poziomie niższym niż 3 lata temu. Według naszych szacunków kapitał nadwyżkowy dostępny dla akcjonariuszy spadł przez ostatnie 3 lata aż o 52%. Wzrost współczynników wypłacalności jest odpowiedzią sektora na wciąż wzrastające wymogi regulatora, które będą rosnąć także w 2018 i 2019 roku. Uważamy, że częściowe uwolnienie kapitału nastąpiłoby jedynie przy znaczącej redukcji ekspozycji banków na kredyty CHF, co może nastąpić jedynie w przypadku wprowadzenia ustawy CHF i przewalutowania kredytów po preferencyjnym kursie. Takie rozwiązanie jednak w krótkim okresie będzie generować dodatkowe koszty, które znowu obciążą ROE sektora. Ze względu na sprzyjające środowisko operacyjne uważamy, że re-rating był słuszny, ale jego skala w bankach z ekspozycją na CHF była zbyt duża.
- W bankach poza Polską oczekujemy, że po bardzo dobrym 2017 wyniki banków regionalnych (OTP Bank oraz Erste Bank) spowolnią ze względu na normalizację kosztów ryzyka. Odpowiedzią OTP na tą sytuację jest ucieczka w akwizycje, które będą generować dodatkowy wynik już w 2019 roku. Jednocześnie pozostajemy bardzo pozytywni na Komercni Banka, gdzie rynek cały czas nie dyskontuje podwyżek stóp procentowych, a co za tym idzie poprawy w rentowności.
- Pozostajemy pozytywni na spółki finansowe, w których obecnie widzimy największy potencjał wzrostu. Uważamy, że PCM czy Skarbiec Holding prezentują jedną z najbardziej atrakcyjnych dywidend w sektorze jednocześnie wreszcie przyspieszając we wzroście organicznym. Ponadto, pozostajemy pozytywni na PZU, w którym nadal widzimy potencjał do wzrostu dzięki poprawiającym się wynikom banków, wzrostowi organicznemu składki przypisanej brutto oraz oddalającym się podwyżkom stóp procentowych.
- Finalnie uważamy, że spółki windykacyjne obecnie przeżywające kryzys zaufania na nowo odzyskają momentum. Katalizatorem dla kursu akcji może być w przypadku Kruk ogłoszenie wyników za 1Q'18 roku, zaś w przypadku GetBack jasne nakreślenie strategii odnośnie przyszłych zakupów oraz ich finansowania.
- **Kluczowe rekomendacje**: Alior (kupuj), Millennium (sprzedaj), Komercni Banka (kupuj), Skarbiec Holding (kupuj).

Chemia

- Ożywienie gospodarcze w Azji oraz dobre perspektywy dla wzrostu w Europie pozytywnie przełożyło się na notowania europejskich spółek chemicznych. Obecnie indeksy MSCI Chemicals dla Europy i dla Świata są notowane nieznacznie powyżej swoich trzyletnich prognoz (na wskaźnikach P/E'18 odpowiednio 18,3x oraz 17,9x; EV/EBITDA'17 9,8x oraz 10,1x).
- Ograniczenie szkodliwej dla środowiska produkcji w Chinach zmniejsza konkurencję tanich wyrobów z Azji. Naszym zdaniem w 2018 roku eksport kluczowych produktów chemicznych z Chin nadal będzie spadał (nawozy, soda), co przy oczekiwanym wysokim jednocyfrowym wzroście gospodarczym (w Chinach) zmuszać będzie tamtejszych klientów do poszukiwania zakupów z importu.
- Wyzwaniem dla spółek chemicznych są rosnące ceny surowców energetycznych (węgiel, gaz, ropa naftowa). W przypadku polskich spółek producenci będą się musieli zmierzyć z umocnieniem PLN do USD, gdyż marże są kwotowane w walucie obcej.
- Umocnienie EUR do USD negatywnie przekłada się na konkurencyjność europejskiej chemii. Producenci zlokalizowani na starym kontynencie mogą napotkać większą trudność w eksporcie towarów na rynki zagraniczne (szczególnie chemia Niemiecka). Z drugiej strony osłabienie USD budzi ryzyko importu taniej produkcji z USA (np. nawozy, soda, petrochemia itp.).
- Naszym zdaniem w polskim sektorze chemicznym najbardziej atrakcyjny pod względem wyceny jest Ciech (spółka obecnie notowana z 27-45% dyskontem na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA na lata 2018-2019). Spółka w IH'18 powinna korzystać na wzroście oczekiwań (rewizja prognoz w górę).
- W przypadku Grupy Azoty mamy wątpliwości, czy obecnym otoczeniu gospodarczym spółce uda się poprawić w 2018 roku wyniki finansowe. Na rezultatach ciążyć również będzie większa niż w 2017 roku liczba oczekiwanych przestojów modernizacyjnych.
- **Kluczowe rekomendacje**: Ciech (kupuj).

Paliwa

- Dobry sentyment na rynku ropy nadal się utrzymuje (rekordowa liczba długich pozycji spekulacyjnych), co ma uzasadnienie w odczytach fundamentalnych wskazujących na deficyt surowca i spadek globalnych zapasów. Dodatkowym wsparciem dla scenariusza drogiej ropy jest słaby dolar. Na razie utrzymujemy nasze roczne prognozy 65 USD/Bbl dla Brent, ale widzimy pole do pozytywnych zaskoczeń, szczególnie biorąc pod uwagę utrzymanie dyscypliny w ramach porozumienia OPEC.
- Marże rafineryjne osłabły w ostatnich miesiącach, co wpisuje się w nasz scenariusz pogorszenia otoczenia makro w segmencie downstream. Spodziewamy się utrzymania presji na rentowność przerobu w kontekście droższego surowca, normalizacji dynamiki popytu, rosnących zapasów paliw przy wysokiej utylizacji mocy rafineryjnych, planowanych coraz większych uruchomień nowych instalacji oraz rekordowego eksportu paliw z Chin. Zakładamy również trwałe obniżenie dyferencjału Ural/Brent, które wynika ze zmniejszenia eksportu ropy przez Primorsk (przekierowanie dostaw i większe zużycie w rosyjskich rafineriach). Nadal dodatkowym utrudnieniem dla sektora jest wysoki spread Brent/WTI.
- Na polskim rynku powinno dojść do stabilizacji dynamiki wzrostu popytu na niższych poziomach z uwagi na wygaśniecie efektu ograniczenia szarej strefy. Dodatkowo

spółki mogą odczuć zaostrzenie przepisów w obszarze biopaliw (konieczność realizacji NCW przez blending) oraz wzrost konkurencji na lokalnym rynku diesla po uruchomieniu instalacji DCU w Lotosie (presja na premię lądową).
- W petrochemii również oczekujemy cyklicznego pogorszenia rentowności, zarówno z uwagi na utratę przewagi instalacji opartych na nafcie względem tych etanowych, jak i perspektywę zwiększonej podaży z nowych instalacji w USA. Problemem jest również rosnący kurs EUR/USD, który wspiera import produktów do Europy.
- W takim scenariuszu makro utrzymujemy negatywne nastawienie do rafinerii, a jako alternatywę wskazujemy akcje PGNiG, które skorzysta nie tylko na drożejących węglowodorach, ale ma szansę na re-rating i ekspansję wskaźników wyceny (obecnie EV/EBITDA poniżej średniej dla polskich spółek energetycznych) w związku ze stabilizacją wyników w obrocie (liberalizacja, zmiana przepisów) i potencjalną wygraną w arbitrażu z Gazpromem. Katalizatorem mogą być również akwizycje na szelfie norweskim.
- **Kluczowe rekomendacje**: PKN Orlen (sprzedaj), Lotos (redukuj), PGNiG (kupuj).

Energetyka

- W ostatnich tygodniach ceny energii w Niemczech na rok 2019 były pod presją z uwagi na słabsze odczyty spotowe (pogoda, wysoka produkcja OZE) i to mimo wyższych cen CO_2. Naszym zdaniem za wcześnie jeszcze, aby ten zakładać, że ten niski poziom clean dark spreadu się utrzyma, szczególnie że zwyżka cen uprawnień może mieć charakter incydentalny (jednorazowy popyt z przemysłu). Nie zakładamy również scenariusza odwrócenia tendencji na rynku węgla, a ostatnie spadki na spotach traktujemy bardziej jako korektę w związku z „pogodowym" spadkiem popytu.
- Na rynku polskim po dobrej końcówce roku obserwujemy osłabienie cen forward na TGE, ale nadal widzimy przestrzeń do pozytywnego zaskoczenia na poziomie marż w 2019 roku dla elektrowni zintegrowanych pionowo. Wiele wskazuje na to, że z opóźnieniem w notowaniach energii uda się przenieść zwyżkę cen węgla, a nowe bloki wchodzące do merit order (Opole, Jaworzno) nie będą tak destrukcyjne dla cen jak Kozienice (wewnętrzna integracja z LWB i presja na wolumeny) czy Płock (paliwo gazowe).
- W tym roku należy oczekiwać konkretnej propozycji Ministerstwa Energii w zakresie wsparcia kogeneracji, co powinno być dobrze odebrane przez rynek. Nadal czekamy też na kolejne kamienie milowe w kwestii rynku mocy: notyfikacja KE (eliminacja ryzyka długoterminowego), certyfikacja mocy (większa klarowność segmentacji mocy w poszczególnych koncernach), parametry aukcji (popyt, potencjalna redukcja i szacunki cen) i wreszcie pierwsze aukcje pod koniec roku. Liczymy na pozytywne zaskoczenia w tym zakresie, ale przypominamy, że nawet po aukcjach wiedza na temat rentowności sektora po 2020 roku będzie niepełna z uwagi na niewiadomą cenę za energię.
- Ważny dla postrzegania sektora może być fakt, że właśnie kończy się cykl capex, szczyt nakładów inwestycyjnych jest już za nami, a w perspektywie najbliższych 5 lat będzie „brakować" projektów, które wypełniłyby lukę po kończonych obecnie elektrowniach. Po 4-5 latach ujemnych FCF pojawią się więc dodatnie przepływy i choć nie wszędzie oznaczają one dywidendy, to powinny poprawiać sentyment do branży.
- W tym roku czekają nas jeszcze kluczowe decyzje w sprawie projektu atomowego (ewentualne rozwodnienie udziału PGE, przesunięcie czasowe, udział innych spółek) oraz projektu Ostrołęka C (liczymy na jego zamrożenie lub przeformatowanie, gdyż w tym kształcie zabiera około 0,5 mld PLN wartości w Enei i Enerdze).
- W ramach polskiego sektora energetycznego wyróżniamy Energę z uwagi na niską wycenę w relacji do bezpiecznego profilu biznesowego, perspektywę poprawy rentowności w obrocie w 2018 oraz coraz bardziej realną perspektywę zamrożenia projektu Ostrołęka C. Po ostatnich spadkach potencjał wzrostowy dostrzegamy w przypadku PGE i Enei. Zamykamy już pozytywną rekomendację dla CEZ.
- **Kluczowe rekomendacje**: Energa (kupuj), PGE (akumuluj), Enea (akumuluj).

Telekomunikacja, media, IT

- Na rynku telekomunikacyjnym widać wyraźne zainteresowanie graczy mobilnych aktywami stacjonarnymi. Na początku grudnia Cyfrowy Polsat przejął 32% udziałów w Netii i ogłosił chęć wezwania do progu 66%. Głównym motywem przejęcia jest infrastruktura stacjonarna Netii, a także możliwe synergie w segmencie B2B jak i B2C. Jeszcze w grudniu Orange Polska poinformowało o negocjacjach usługi BSA na sieci FTTH dla T-Mobile. Konsolidacja sektora i współprace graczy należy naszym zdaniem interpretować pozytywnie.
- W kontekście przejęcia Netii przez Cyfrowy Polsat oraz współpracy T-Mobile i Orange Polska, Play może w ciągu roku zostać jedynym, z wielkiej czwórki MNO, graczem bez nogi stacjonarnej w obszarze B2C miasta. Pojawia się pytanie o przejęcie Play przez UPC. Uważamy, że szybkie taka transakcja jest mało prawdopodobna. UPC świadczy już usługi mobilne, a usługa stacjonarnego Internetu jest uważana za „trzon" oferty. Podkreślamy też, że UPC Austria zostało sprzedane do Deutsche Telekom, co szef grupy DT skomentował jako krok w stronę w pełni konwergentnego operatora. Stąd T-Mobile może być zainteresowane UPC Polska. Sama sprzedaż UPC Austria mogła być podyktowana słabo rozwiniętą częścią mobilną (brak Vodafone w Austrii), co przypomina nam sytuację na rynku polskim.
- Na rynku telko widać wprowadzenie agresywnej kampanii akwizycyjnej klientów przez T-Mobile. Grupa pozyskała netto 22,7 tys. numerów w 4Q'17 (na podstawie raportów UKE). To duża zmiana vs. poprzednie okresy (jeszcze -74,2 tys. w 3Q'16 i -79,4 tys. w 4Q'16). Cyfrowy Polsat także stał się bardziej agresywny.
- Zgodnie z naszymi założeniami, Orange Polska wycofało się z agresywnej walki o klienta (-58,1 tys. numerów netto w 4Q'17). Telekom zmienił podejście do akwizycji klienta – chce wiązać klientów ofertą konwergentną fixed + mobile *Orange Love* w miejsce kosztowych subsydiów.
- Dynamika wydatków na reklamę w Polsce po słabym 2017 r. nie będzie wysoka także w 2018 r. Agencja Zenith spodziewa się w przyszłym roku wzrostu rynku o 1,9%, a Starcom – o +2,5%.
- Według szacunków Zenith w 2018 r. pierwszy raz od 4 lat zmaleją nakłady na reklamę TV (- 0,2% R/R), w kolejnych latach ten spadek będzie się pogłębiał. Niższe wydatki na reklamę TV to efekt spadku czasu oglądania telewizji. Z kolei wydatki reklamowe w Internecie w br. urosną o +12,1% R/R, w radiu spadać o 1,2% R/R. Branża outdoorowa coraz bardziej odczuwa skutki porządkowania przestrzeni publicznej w wielu miastach powodującej m.in. zmniejszenia liczby dużych nośników. Reklama kinowa zyska +3,8%, a reklama w dziennikach straci 16,9%
- Na rynku IT widoczny jest start tzw. „mała kontraktacja" od samorządów i szpitali, co przełożyło się na poprawę w wybranych spółkach IT. Z drugiej strony brak dużych przetargów oraz jednoczesne utrzymywanie (a nawet zwiększanie) zatrudnienia miał przeciwny efekt. W 4Q'17

pojawiły się pierwsze duże kontakty publiczne, w tym kontrakt na systemy cyfrowej rejestracji spraw w sądach powszechnych (138 mln PLN netto dla konsorcjum CMR i Maxto), umowa ATD z Resortowym Centrum Zarządzania Sieciami na środowisko platformy wirtualizacji za 61 mln PLN, olbrzymi przetarg na infrastrukturę systemu ERTMS/GSM w PKP dla konsorcjum z WAS (2,3 mld PLN netto na całość).

- Z drugiej strony po pierwszej fali kontraktów publicznych w 4Q'17, w styczniu nie zaobserwowaliśmy dalszego napływu kontraktacji. Co więcej, z powodu rekonstrukcji rządu oraz zbliżających się wyborów samorządowych sądzimy, że część decyzji o przetargach może być przeciągnięta w czasie.
- Wśród spółek IT o mniejszej kapitalizacji naszym faworytami są ASEE, Atende i Wasko. Neutralne nastawienie mamy do Ailleronu i Asseco BS.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: Orange Polska (kupuj), Asseco Poland (redukuj), Agora (kupuj), Wirtualna Polska (akumuluj), Atende (przeważaj), Wasko (przeważaj), Asseco SEE (przeważaj).

Przemysł

- Spółki przemysłowe w 2018 roku korzystać będą na rosnącym wykorzystaniu mocy produkcyjnych w przemyśle (EU 83,6% - najwyżej od 2006 roku) przy wysokich wskaźnikach wyprzedzających (EU 60,6 pkt - najwyżej odkąd prowadzone są statystyki). Szansę na odbicie rentowności spostrzegamy za sprawą podwyżek cen produktów (pierwsze symptomy w 3Q'17).
- Największym wyzwaniem dla spółek w 2018 roku będzie umocnienie PLN do EUR. Naszym zdaniem nadal rosnąć będą ceny surowców i wynagrodzenia, ale te dwa ostatnie czynniki mniej dynamicznie niż miało to miejsce w 2017 roku. Przy wzroście kosztów zatrudnienia firmy w coraz większym stopniu powinny decydować się na inwestycje w automatyzację produkcji.
- Indeks cenowy polskich spółek przemysłowych wyhamował spadki w końcówce roku, głównie za sprawą ogłaszanych wezwań wśród średnich i większych notowanych firm (m.in. WDX, Robyg, Emperia, Sare, Synthos, Tarczyński, Netia, Gekoplast). Widzimy większe prawdopodobieństwo pojawienia się kolejnych wezwań wśród małych przecenionych spółek o mniejszej płynności. Naszym zdaniem bieżąca wycena obserwowanych średnich i większych spółek przemysłowych nie jest obecnie bardzo atrakcyjna (mediana na wskaźnikach P/E'18 11,8x oraz EV/EBITDA'18 7,6x).
- Ze średnich spółek wśród naszych top picków obecnie wymienilibyśmy Amica, Famur oraz Pfleiderer Group. Z mniejszych natomiast Cognor oraz Pozbud.
- Obecnie analizowane przez nas spółki przemysłowe są notowane z wyraźnymi dyskontami do indeksów MSCI Industrials dla Europy (odpowiednio 17,7x oraz 10,2x) oraz dla Świata (odpowiednio 18,0x oraz 11,5x). Mimo tego uważamy, że ciążący nad polskim sektorem wzrost kosztów produkcji i umocnienie PLN do EUR nie będzie zachęcało zagranicznych inwestorów do inwestycji.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: Amica (przeważaj), Famur (kupuj), Pfleiderer Group (przeważaj), Pozbud (przeważaj), Stelmet (kupuj).

Surowce

- W 2018 roku pozytywnie na sentyment do miedziowych producentów wpływają informacje odnośnie możliwych przestojów produkcyjnych. Według nich w bieżącym roku na świecie około 30-38 układów pracowniczych w kopalniach miedzi może być przedmiotem renegocjacji. Kopalnie w których obędą się rozmowy płacowe odpowiadają za 5-7 mln ton produkcji miedzi w skali roku (25-35% górniczej miedzi w skali roku). Dla porównania, w latach 2011-16 średnia wielkość zagrożonego wydobycia w efekcie renegocjacji porozumień płacowych wynosiła 1,7 mln ton (wydobycia w skali roku). Większość z negocjacji będzie mieć miejsce w Chile i Peru, które odpowiadają za około 40% światowej produkcji miedzi.
- Rosnąca liczba rejestracji samochodów elektrycznych pozytywnie przekłada się na notowania miedzi. Samochody o tym napędzie wykorzystują 4-krotnie więcej surowca niż spalinowe, co powoduje, że w perspektywie 2030 roku popyt na miedź ze strony branży samochodowej wzrośnie o 2,5-3 mln ton (łączna bieżąca światowa produkcja, to 23-24 mln ton).
- Według ICSG w okresie I-X'17 deficyt miedzi na świecie wyniósł 175 tys. ton. Po przestojach jakie miały miejsce na początku 2017 roku w największych kopalniach miedzi Escondida i Grasberg można oczekiwać, że tegoroczne negocjacje będą równie wymagające. Rynek oczekuje, że w obliczu czasowych przerw w wydobyciu miedzi deficyt miedzi na świeci może się zwiększyć w 2018 roku.
- W obliczu planowych zamknięć nieefektywnych kopalni Chiny ograniczyły produkcję węgla kamiennego o około 440 mln ton w okresie 2016 i 2017 roku (dla porównania wykorzystanie węgla koksowego na poczet hut wyniesie około 450 mln ton). W efekcie użycie węgla koksowego importowanego do Chin w I-XI'17 według naszych szacunków zaspokajało 15,2% potrzebnych dostaw wobec 13,4% w analogicznym okresie 2016 roku. Zwiększenie zależności Chin od importu węgla koksowego spowodowało, że ceny zaczęły być bardzo wrażliwe na wszelkiego rodzaju utrudnienia w jego transporcie.
- Wysoka produkcja stali na świecie (duża ilość globalnie prowadzonych projektów infrastrukturalnych) oraz zwiększające się obłożenie mocy produkcyjnych pozytywnie przekłada się na ceny stali. Obecnie marże na produkcji podstawowych wyrobów dla producentów wielkopiecowych (BOF) są na najwyższym od trzech lat poziomie (brak ryzyka presji na koszty wsadów – koksu i rudy).
- Wprowadzane od 2016 roku cła na import wyrobów stalowych do UE (39 ceł importowych) pozytywnie przełożyły się na rentowność europejskiego sektora stalowego. W efekcie zminimalizowano ryzyko zamykania hut stali na Starym Kontynencie. Obecnie JSW zaspokaja około 18-22% europejskiego zapotrzebowania na węgiel koksujący.
- Głównym wyzwaniem dla spółek wydobywczych w 2018 roku będzie presja po stronie wynagrodzeń (przywrócenie przywilejów pracowniczych w JSW, oczekiwany 6% wzrost wynagrodzeń w KGHM, trudne negocjacje płacowe w Sierra Gorda w 2H'18 przy odnowieniu porozumienia ze związkami). Z drugiej strony polskim spółkom górniczym nie sprzyja umacniająca się PLN do USD (metale notowane w USD).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: KGHM (akumuluj), JSW (kupuj).

Budownictwo

- Sektor budowlany pozycjonujemy neutralnie na 2018 r. Otoczenie rynkowe pozostanie niekorzystnie z rosnącymi kosztami pracy jako największym czynnikiem ryzyka. Z drugiej strony, po spadku kursów w 2H'17, wycena rynkowa części spółek spadła do atrakcyjnego poziomu.
- Szacujemy, że do końca 2017 r. nastąpiło otwarcie ofert na ok. 60% inwestycji drogowych ujętych w PBDK do 2023 r. oraz na ok. 40% inwestycji kolejowych ujętych w KPK do 2023 r. W 2018 r. spodziewamy się znaczącego spowolnienia w przetargach GDDKiA oraz utrzymania wysokiej aktywności PKP PLK.
- Budimex pozostaje jednym z naszych faworytów w ramach sektora. Spółka posiada rekordowy backlog, wysokie rezerwy z lat ubiegłych oraz oferuje wysoki DYield (8,3%). Przy obecnych niskich oczekiwaniach na 2018-19 widzimy potencjał do wzrostu kursu.
- Spółki budownictwa kolejowego (Torpol, Trakcja, ZUE) pozycjonujemy neutralnie. Kursy znajdują się w okolicy historycznych minimów. Oczekiwania rynku odnośnie wyników '18 są niskie, a w II/III powinna istotnie wzrosnąć liczba otwarć ofert od PKP PLK, co zachęca do spekulacyjnego kupna. Szacujemy, że jedynie ok. 6% pozyskanych kontraktów kolejowych zakończy się w '18, 45% w '19 oraz ok. 50% w '20, stąd rzeczywista rentowność portfeli zamówień pozostanie w bieżącym roku zagadką. Uważamy, że relatywnie najbezpieczniejszy jest backlog Torpolu, niemniej ta część rynku budowlanego niesie ze sobą wysokie ryzyko.
- W spółkach budownictwa kubaturowego preferujemy Erbud względem Unibepu, który w naszej ocenie zbudował bardziej ryzykowny portfel zamówień na 2018 r.
- Spośród preferowanych przez nas spółek najwyższy potencjał wzrostu widzimy w Elektrobudowie, gdzie w naszej ocenie rynek zbyt dużą wagę przykłada do niskiego portfela zamówień, nie doceniając długoterminowego potencjału spółki oraz silnego bilansu i związanego z nim potencjału dywidendowego.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: Budimex (kupuj), Erbud (kupuj), Elektrobudowa (kupuj).

Deweloperzy

- Kolejny rok z rzędu zalecamy przeważenie spółek nieruchomościowych. Uważamy, że akcje deweloperów mieszkaniowych będą w '18 wciąż korzystały na (1) silnym konsumencie oraz (2) niskich stopach procentowych. Większość spółek ma dobrze przygotowany bank ziemi, który pozwoli na utrzymanie wysokiej sprzedaży. Wzrost cen mieszkań zrównoważy wzrost kosztów budowy i gruntów. W konsekwencji, wysoki zysk netto sektora powinien utrzymać się przynajmniej do '20.
- Spodziewamy się utrzymania wysokiego popytu na powierzchnię komercyjną w Polsce oraz stabilizacji stóp kapitalizacji na niskim poziomie. Aktywność deweloperska na rynku komercyjnym utrzyma się w spółkach giełdowych (ECH, GTC, LCC, ARH, CPG, BBD) na zbliżonym lub wyższym poziomie niż w 2017 r. Jednocześnie kurs EUR/PLN znajduje się 6% niżej r/r. Umocnienie EUR w '18 byłoby źródłem dodatkowych zysków z rewaluacji i najmu powierzchni.
- Sprzedaż mieszkań w 4Q'17 wzrosła w największych miastach o 5% r/r przy jednoczesnym spadku oferty o 14% r/r. Coraz wyraźniejsza nierównowaga popyt-podaż doprowadzi w '18 do wzrostu cen, który w naszej ocenie może przekroczyć 10% na rynkach z największym deficytem mieszkań. Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym wrosły w 4Q zaledwie o 2,3% r/r, lecz wzrost cen ofertowych przekroczył 6% r/r, w tym Trójmiasto: +14,7% oraz Warszawa: +8,4%.
- Preferowane przez nas spółki: 1AT, ARH, DOM, ECH, LCC, LKD przekroczyły w '17 nasze prognozy sprzedaży mieszkań średnio o 9%. Są one notowane na medianie P/B=1,2x, P/E'18=7,2x oraz P/E'19=6,3x, oferując DYield'18-19 ok. 9,5%.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: Dom Development (kupuj), Echo Investment (kupuj), LC Corp (kupuj), Capital Park (kupuj), Atal (akumuluj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj), i2 Development (przeważaj).

Handel

- Według projektu ustawy planowane jest wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę od marca 2018 roku. W 2018 roku sklepy będą mogły być otwarte w dwie niedziele miesiąca, w 2019 roku w jedną niedzielę w miesiącu, a w 2020 wszystkie niedziele będą wolne. Wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę początkowo może mieć 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. Niedziela w sektorze spożywczym jest dniem, który w wielu przypadkach nie generuje zysku.
- Deprecjacja USDPLN r/r w 4Q'17 (średnio 15% r/r) powinna pozytywnie wpłynąć na koszty zakupu kolekcji wiosna-lato'17 w spółkach odzieżowych i obuwniczych. Największymi beneficjentami powinny być: LPP oraz Monnari (około 85% COGS rozliczane w USD), CCC (około 45% COGS) oraz Vistula i Bytom (około 30% COGS) oraz TXM (około 20% COGS). Pozytywny wpływ na rentowność sprzedaży powinien być widoczny w okresie III-VIII'18. Obecny poziom kursu USDPLN jest niższy o około 17,8% r/r (stan na 03.01.2018). Największa część zakupów kolekcji wiosna lato jest dokonywana w okresie grudzień–styczeń. Utrzymanie kursu na podobnym poziomie powinno pozytywnie wpływać na rentowność spółek odzieżowych w 2H'18 (korzystne koszty zakupu kolekcji jesień-zima).
- Osłabienie EURPLN r/r o 5% w 4Q'17 powinno wpłynąć na obniżenie wskaźników SG&A/mkw. r/r w spółkach odzieżowych (spadek kosztów czynszów).
- Naszym zdaniem najbardziej atrakcyjne w segmencie handlowym pod względem wyceny jest Dino, które utrzymuje bardzo dynamiczne tempo wzrostu sieci sprzedażowej (ponad 20% r/r), co wraz ze wzrostem skali oraz efektem dźwigni operacyjnej powinno przełożyć się na jeszcze wyższe tempo poprawy EBITDA r/r.
- Prowadzone działania mające na celu odbudowę sprzedaży oraz optymalizację kosztową w Eurocash powinny mieć pozytywny wpływ wyniki spółki w 2H'18.
- Z mniejszych spółek uważamy, że potencjał do wzrostu mają Monnari (beneficjent osłabienia się USDPLN r/r) oraz Bytom (powrót do skutecznej strategii cenowej oraz korzyści związane z FX) oraz TXM (oczekujemy odbudowy efektywności sprzedaży przy utrzymaniu relatywnie stabilnych kosztów SG&A).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: Dino (kupuj), Eurocash (kupuj), TXM (kupuj) Bytom (przeważaj), Monnari (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						**+5,2%**	**14,4**	**12,1**		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	86,75	+25,6%	21,7	11,8		
BZ WBK	trzymaj	2018-02-01	420,00	430,00	421,80	+1,9%	18,9	16,6		
Getin Noble Bank	sprzedaj	2018-02-01	1,83	1,50	1,78	-15,7%	-	-		
Handlowy	akumuluj	2018-02-01	84,70	94,00	85,50	+9,9%	20,4	17,7		
ING BSK	trzymaj	2018-02-01	220,00	212,00	220,00	-3,6%	20,4	18,2		
Millennium	sprzedaj	2018-02-01	9,59	7,00	9,61	-27,2%	17,3	16,2		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	133,55	+17,6%	15,0	16,0		
PKO BP	sprzedaj	2018-02-01	45,66	38,00	45,04	-15,6%	17,9	17,0		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	941,50	+18,0%	12,4	12,1		
Erste Bank	trzymaj	2018-02-02	40,64	40,00 EUR	40,64	-1,6%	14,4	12,4		
OTP Bank	akumuluj	2018-02-02	11 560	12 090 HUF	11 560	+4,6%	11,9	11,7		
PZU	akumuluj	2018-02-02	44,17	50,58	44,17	+14,5%	14,2	11,4		
GetBack	kupuj	2017-11-30	23,00	33,38	18,08	+84,6%	6,2	4,9		
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	222,20	+35,4%	13,8	11,8		
Prime Car Management	kupuj	2018-02-02	28,80	35,30	28,80	+22,6%	9,0	7,9		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-02-02	30,60	56,30	30,60	+84,0%	8,8	7,3		
Chemia						**+12,8%**	**11,1**	**12,7**	**6,1**	**6,8**
Ciech	kupuj	2018-02-02	61,25	90,13	61,25	+47,2%	8,4	8,3	5,4	5,2
Grupa Azoty	trzymaj	2018-02-02	72,00	73,42	72,00	+2,0%	13,8	17,0	6,8	7,2
Polwax	kupuj	2018-02-02	11,05	18,80	11,05	+70,1%	6,6	5,8	5,0	6,4
Synthos	trzymaj	2018-02-02	4,89	4,77	4,89	-2,5%	15,6	19,0	10,0	11,3
Paliwa						**-1,0%**	**7,2**	**12,4**	**4,5**	**5,7**
Lotos	redukuj	2018-02-02	57,78	52,67	57,78	-8,8%	6,0	13,4	4,4	6,4
MOL	trzymaj	2018-02-02	3 080	3 152 HUF	3 080	+2,3%	7,5	11,4	4,5	5,0
PGNiG	kupuj	2018-02-02	6,58	7,65	6,58	+16,3%	13,1	9,1	5,9	4,5
PKN Orlen	sprzedaj	2018-02-02	107,90	82,84	107,90	-23,2%	6,9	16,3	4,5	8,2
Energetyka						**+7,0%**	**6,1**	**6,2**	**4,4**	**4,4**
CEZ	trzymaj	2018-02-02	530,00	532,50 CZK	530,00	+0,5%	14,9	17,6	7,9	7,6
Enea	akumuluj	2018-02-02	11,07	12,98	11,07	+17,3%	4,5	5,2	4,4	4,1
Energa	kupuj	2018-02-02	12,21	15,20	12,21	+24,5%	6,1	6,2	4,4	4,3
PGE	akumuluj	2018-02-02	11,87	13,30	11,87	+12,0%	7,6	7,3	4,1	4,4
Tauron	trzymaj	2018-02-02	3,08	3,38	3,08	+9,7%	3,7	4,5	4,2	4,8
Telekomunikacja, media, IT						**+3,8%**	**24,1**	**22,0**	**10,1**	**6,6**
Netia	redukuj	2018-02-02	5,30	4,60	5,30	-13,2%	-	-	5,4	6,1
Orange Polska	kupuj	2017-12-12	5,39	7,30	5,92	+23,3%	-	25,9	5,0	4,8
Play	trzymaj	2018-01-25	33,20	34,70	33,42	+3,8%	18,8	9,2	8,0	6,4
Agora	kupuj	2018-01-26	13,15	18,90	14,55	+29,9%	-	27,6	22,0	5,0
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-01-31	24,70	25,70	23,98	+7,2%	14,4	12,3	7,7	6,7
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-02-02	51,80	56,10	51,80	+8,3%	37,5	20,4	13,4	10,6
Asseco Poland	redukuj	2018-02-02	45,62	44,00	45,62	-3,6%	6,4	15,2		
CD Projekt	sprzedaj	2018-02-02	115,00	90,00	115,00	-21,7%	56,0	84,4	44,9	66,3
Comarch	trzymaj	2018-02-02	177,00	180,00	177,00	+1,7%	29,4	23,6	12,3	9,5
Przemysł, surowce						**+16,3%**	**10,9**	**12,7**	**8,1**	**7,7**
Famur	kupuj	2018-02-02	6,20	7,29	6,20	+17,6%	47,1	18,6	13,2	7,7
Grupa Kęty	trzymaj	2018-02-02	385,00	391,41	385,00	+1,7%	14,5	14,0	9,7	9,1
JSW	kupuj	2018-01-30	101,00	122,30	99,40	+23,0%	5,4	5,2	2,8	2,4
Kernel	trzymaj	2018-02-02	50,90	53,47	50,90	+5,0%	7,1	12,0	5,6	7,7
KGHM	akumuluj	2018-02-02	111,50	128,62	111,50	+15,4%	7,3	6,4	6,5	4,2
Stelmet	kupuj	2018-02-02	19,20	28,37	19,20	+47,8%	29,0	13,5	12,9	8,5
Budownictwo						**+26,1%**	**11,0**	**9,7**	**4,8**	**5,6**
Budimex	kupuj	2018-02-02	197,80	246,00	197,80	+24,4%	11,2	12,7	5,4	6,7
Elektrobudowa	kupuj	2018-02-02	81,20	113,00	81,20	+39,2%	8,9	9,5	4,1	4,6
Erbud	kupuj	2017-12-15	20,60	29,80	21,90	+36,1%	10,7	9,6	4,0	4,5
Unibep	kupuj	2018-02-02	8,60	10,80	8,60	+25,6%	11,4	9,7	8,8	6,8
Deweloperzy						**+15,6%**	**9,9**	**8,5**	**9,7**	**8,3**
Atal	akumuluj	2018-02-02	42,40	49,20	42,40	+16,0%	9,2	8,5	8,0	7,6
Capital Park	kupuj	2018-02-02	5,95	8,42	5,95	+41,5%	-	11,7	-	18,0
Dom Development	kupuj	2018-02-02	82,00	103,00	82,00	+25,6%	10,7	8,5	8,9	6,9
Echo	kupuj	2018-02-02	5,05	6,31	5,05	+25,0%	6,8	6,9	12,4	8,3
GTC	trzymaj	2018-02-02	9,67	9,70	9,67	+0,3%	7,5	11,9	9,5	15,6
LC Corp	kupuj	2018-02-02	3,10	3,74	3,10	+20,6%	12,8	7,6	17,6	9,2
Robyg	trzymaj	2018-02-02	3,86	4,03	3,86	+4,4%	12,5	8,1	9,9	6,7
Handel						**+1,5%**	**39,8**	**26,2**	**18,4**	**13,7**
AmRest	trzymaj	2018-02-02	425,00	407,00	425,00	-4,2%	50,8	40,4	17,0	13,7
CCC	trzymaj	2018-02-02	281,00	295,00	281,00	+5,0%	37,9	24,9	22,5	16,1
Dino	kupuj	2018-02-02	85,00	95,40	85,00	+12,2%	39,8	28,1	23,4	17,4
Eurocash	kupuj	2018-02-02	26,04	32,30	26,04	+24,0%	-	26,2	15,4	9,4
Jeronimo Martins	trzymaj	2018-02-02	17,12	16,90 EUR	17,12	-1,3%	26,2	21,7	11,5	9,8
LPP	trzymaj	2018-02-02	9 790	9 400	9 790	-4,0%	41,9	26,7	19,8	15,3
TXM	kupuj	2018-02-02	2,36	5,41	2,36	+129,2%	-	13,2	-	6,8
Inne						**+4,1%**	**11,9**	**10,7**	**7,8**	**7,1**
PBKM	trzymaj	2018-02-02	73,00	76,00	73,00	+4,1%	11,9	10,7	7,8	7,1

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 IT						**19,5**	**15,3**	**8,1**	**7,0**
Ailleron	równoważ	2018-01-30	17,60	17,50	-0,6%	24,3	20,7	12,6	9,9
Asseco BS	równoważ	2018-01-30	28,90	28,00	-3,1%	19,5	16,6	13,1	11,2
Asseco SEE	przeważaj	2018-01-30	13,25	13,05	-1,5%	12,6	12,2	5,8	5,4
Atende	przeważaj	2018-01-30	4,85	4,84	-0,2%	15,2	12,5	8,1	7,0
Wasko	przeważaj	2018-01-30	2,24	2,16	-3,6%	34,8	15,3	7,7	5,5
Spółki przemysłowe						**13,5**	**11,5**	**7,9**	**6,4**
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	56,50	+20,2%	13,6	12,1	10,2	9,0
Amica	przeważaj	2018-01-05	130,00	126,80	-2,5%	6,9	6,7	6,4	5,5
Apator	równoważ	2017-07-31	31,29	26,40	-15,6%	14,7	11,7	8,7	7,5
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	9,62	-2,3%	10,8	12,2	8,3	7,8
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	2,20	-13,7%	10,1	6,8	7,4	5,6
Ergis	równoważ	2018-01-29	4,77	4,44	-6,9%	8,5	8,3	5,9	5,6
Forte	równoważ	2018-02-02	43,00	43,00	+0,0%	15,3	11,3	12,1	9,4
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	73,80	+16,2%	28,4	23,6	14,7	12,7
Mangata	równoważ	2016-10-26	112,55	90,40	-19,7%	13,3	11,8	7,6	6,9
Pfleiderer Group	przeważaj	2017-11-08	36,65	38,55	+5,2%	43,7	18,3	7,5	5,9
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,82	+28,2%	14,8	6,9	10,1	5,7
Tarczyński	równoważ	2018-01-29	13,05	12,70	-2,7%	8,5	9,2	5,2	5,5
Budownictwo						**20,3**	**12,4**	**8,3**	**5,5**
Elektrotim	przeważaj	2017-11-16	7,61	8,70	+14,3%	22,0	9,9	7,8	5,0
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,54	-3,5%	52,8	11,8	8,8	5,8
Torpol	równoważ	2018-02-02	7,98	7,98	+0,0%	-	12,5	18,9	5,1
Trakcja	równoważ	2018-02-02	7,24	7,24	+0,0%	13,1	18,0	5,3	6,9
Ulma	równoważ	2017-11-27	73,90	60,50	-18,1%	18,7	12,4	3,7	3,5
ZUE	równoważ	2018-02-02	6,18	6,18	+0,0%	-	17,2	78,2	7,9
Deweloperzy						**13,8**	**7,8**	**15,6**	**8,7**
Archicom	przeważaj	2018-01-25	15,75	15,50	-1,6%	7,2	7,2	6,7	7,1
BBI Development	równoważ	2018-02-02	0,70	0,70	+0,0%	-	16,6	253,2	13,6
i2 Development	przeważaj	2018-01-12	14,90	15,35	+3,0%	13,8	4,2	19,5	5,2
JWC	równoważ	2018-01-25	4,41	4,60	+4,3%	15,9	8,3	11,0	7,3
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-01-25	18,00	18,00	+0,0%	7,6	6,1	7,0	5,4
PA Nova	równoważ	2017-11-27	24,00	22,00	-8,3%	6,9	6,6	11,8	10,0
Polnord	równoważ	2018-02-02	10,50	10,50	+0,0%	45,3	17,3	36,3	35,9
Ronson	niedoważaj	2018-02-02	1,45	1,45	+0,0%	23,2	13,4	21,5	15,1
Handel						**17,8**	**14,2**	**11,3**	**8,4**
Bytom	przeważaj	2017-11-28	2,50	2,92	+16,8%	17,8	13,3	11,2	8,2
Gino Rossi	równoważ	2017-11-28	1,29	1,22	-5,4%	-	32,4	11,4	8,6
Monnari	przeważaj	2017-11-28	8,21	9,44	+15,0%	16,2	11,9	8,6	6,5
Vistula	równoważ	2018-02-02	5,16	5,16	+0,0%	20,5	15,2	12,5	9,8

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
Agora	kupuj	kupuj	18,90	PLN	2018-01-26
Ailleron	równoważ	równoważ	-	-	2018-01-30
Alior Bank	kupuj	akumuluj	109,00	PLN	2018-02-01
Amica	przeważaj	równoważ	-	-	2018-01-05
AmRest	trzymaj	kupuj	422,00	PLN	2018-01-05
Archicom	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-01-25
Asseco BS	równoważ	równoważ	-	-	2018-01-30
Asseco SEE	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-01-30
Atende	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-01-30
BZ WBK	trzymaj	trzymaj	430,00	PLN	2018-02-01
CCC	trzymaj	kupuj	292,00	PLN	2018-01-05
Cyfrowy Polsat	trzymaj	trzymaj	25,70	PLN	2018-01-31
Dino	kupuj	-	95,40	PLN	2018-01-18
Enea	akumuluj	trzymaj	12,82	PLN	2018-01-05
Energa	kupuj	kupuj	14,97	PLN	2018-01-05
Ergis	równoważ	przeważaj	-	-	2018-01-29
Famur	kupuj	kupuj	7,24	PLN	2018-01-05
Forte	równoważ	niedoważaj	-	-	2018-01-29
Getin Noble Bank	sprzedaj	sprzedaj	1,50	PLN	2018-02-01
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	73,64	PLN	2018-01-05
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	390,72	PLN	2018-01-05
GTC	trzymaj	trzymaj	10,00	PLN	2018-01-05
Handlowy	akumuluj	trzymaj	94,00	PLN	2018-02-01
Herkules	równoważ	równoważ	-	-	2018-01-25
i2 Development	przeważaj	-	-	-	2018-01-12
ING BSK	trzymaj	sprzedaj	212,00	PLN	2018-02-01
JSW	kupuj	zawieszona	122,30	PLN	2018-01-30
JWC	równoważ	równoważ	-	-	2018-01-25
KGHM	trzymaj	trzymaj	114,71	PLN	2018-01-05
Lokum Deweloper	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-01-25
Lotos	redukuj	sprzedaj	51,53	PLN	2018-01-05
LPP	trzymaj	trzymaj	9900,00	PLN	2018-01-05
Millennium	sprzedaj	sprzedaj	7,00	PLN	2018-02-01
OTP Bank	trzymaj	akumuluj	10901,00	HUF	2018-01-05
PBKM	trzymaj	akumuluj	71,00	PLN	2018-01-05
Pekao	kupuj	akumuluj	157,00	PLN	2018-02-01
PKO BP	sprzedaj	sprzedaj	38,00	PLN	2018-02-01
Play	trzymaj	-	34,70	PLN	2018-01-25
Polwax	kupuj	kupuj	20,56	PLN	2018-01-05
PZU	kupuj	akumuluj	51,83	PLN	2018-01-05
Tarczyński	równoważ	przeważaj	-	-	2018-01-29
Torpol	równoważ	równoważ	-	-	2018-01-25
Trakcja	równoważ	niedoważaj	-	-	2018-01-25
Unibep	akumuluj	kupuj	10,80	PLN	2018-01-05
Vistula	przeważaj	równoważ	-	-	2018-01-19
Wasko	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-01-30
Wirtualna Polska	akumuluj	kupuj	53,00	PLN	2018-01-05
ZUE	równoważ	niedoważaj	-	-	2018-01-25

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
AmRest	trzymaj	trzymaj	407,00	PLN	2018-02-02
Asseco Poland	redukuj	trzymaj	44,00	PLN	2018-02-02
Atal	akumuluj	akumuluj	49,20	PLN	2018-02-02
BBI Development	równoważ	równoważ	-	-	2018-02-02
Budimex	kupuj	kupuj	246,00	PLN	2018-02-02
Capital Park	kupuj	kupuj	8,42	PLN	2018-02-02
CCC	trzymaj	trzymaj	295,00	PLN	2018-02-02
CD Projekt	sprzedaj	sprzedaj	90,00	PLN	2018-02-02
CEZ	trzymaj	akumuluj	532,50	CZK	2018-02-02
Ciech	kupuj	kupuj	90,13	PLN	2018-02-02
Comarch	trzymaj	kupuj	180,00	PLN	2018-02-02
Dino	kupuj	kupuj	95,40	PLN	2018-02-02
Dom Development	kupuj	kupuj	103,00	PLN	2018-02-02
Echo	kupuj	kupuj	6,31	PLN	2018-02-02
Elektrobudowa	kupuj	kupuj	113,00	PLN	2018-02-02
Enea	akumuluj	akumuluj	12,98	PLN	2018-02-02
Energa	kupuj	kupuj	15,20	PLN	2018-02-02
Erste Bank	trzymaj	trzymaj	40,00	EUR	2018-02-02
Eurocash	kupuj	kupuj	32,30	PLN	2018-02-02
Famur	kupuj	kupuj	7,29	PLN	2018-02-02
Forte	równoważ	równoważ	-	-	2018-02-02
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	73,42	PLN	2018-02-02
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	391,41	PLN	2018-02-02
GTC	trzymaj	trzymaj	9,70	PLN	2018-02-02
Jeronimo Martins	trzymaj	trzymaj	16,90	EUR	2018-02-02
Kernel	trzymaj	akumuluj	53,47	PLN	2018-02-02
KGHM	akumuluj	trzymaj	128,62	PLN	2018-02-02
Kruk	kupuj	kupuj	300,94	PLN	2018-02-02
LC Corp	kupuj	kupuj	3,74	PLN	2018-02-02
Lotos	redukuj	redukuj	52,67	PLN	2018-02-02
LPP	trzymaj	trzymaj	9400,00	PLN	2018-02-02
MOL	trzymaj	trzymaj	3152,00	HUF	2018-02-02
Netia	redukuj	trzymaj	4,60	PLN	2018-02-02
OTP Bank	akumuluj	trzymaj	12090,00	HUF	2018-02-02
PBKM	trzymaj	trzymaj	76,00	PLN	2018-02-02
PGE	akumuluj	akumuluj	13,30	PLN	2018-02-02
PGNiG	kupuj	kupuj	7,65	PLN	2018-02-02
PKN Orlen	sprzedaj	sprzedaj	82,84	PLN	2018-02-02
Polnord	równoważ	równoważ	-	-	2018-02-02
Polwax	kupuj	kupuj	18,80	PLN	2018-02-02
Prime Car Management	kupuj	kupuj	35,30	PLN	2018-02-02
PZU	akumuluj	kupuj	50,58	PLN	2018-02-02
Robyg	trzymaj	kupuj	4,03	PLN	2018-02-02
Ronson	niedoważaj	niedoważaj	-	-	2018-02-02
Skarbiec Holding	kupuj	kupuj	56,30	PLN	2018-02-02
Stelmet	kupuj	kupuj	28,37	PLN	2018-02-02
Synthos	trzymaj	trzymaj	4,77	PLN	2018-02-02
Tauron	trzymaj	trzymaj	3,38	PLN	2018-02-02
Torpol	równoważ	równoważ	-	-	2018-02-02
Trakcja	równoważ	równoważ	-	-	2018-02-02
TXM	kupuj	kupuj	5,41	PLN	2018-02-02
Unibep	kupuj	akumuluj	10,80	PLN	2018-02-02
Vistula	równoważ	przeważaj	-	-	2018-02-02
Wirtualna Polska	akumuluj	akumuluj	56,10	PLN	2018-02-02
ZUE	równoważ	równoważ	-	-	2018-02-02

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	5	5,1%	5	9,8%
redukuj	3	3,1%	1	2,0%
niedoważaj	1	1,0%	0	0,0%
trzymaj	20	20,4%	9	17,6%
równoważ	22	22,4%	8	15,7%
akumuluj	8	8,2%	8	15,7%
kupuj	27	27,6%	19	37,3%
przeważaj	12	12,2%	1	2,0%

Kalendarium wydarzeń

Data			Wydarzenie
2 lut		**i2 Development**	**Spotkania z Zarządem** (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
2 lut		**Millennium**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
2 lut	12:00	**Millennium**	**Spotkanie z Inwestorami** (Stanisława Żaryny 2a, Warszawa)
2 lut		**Robyg**	**Zakończenie przyjmowania zapisów w wezwaniu na akcje po 4,00 PLN**
6 lut		**4Mobility**	**Spotkania z Zarządem** (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
6 lut	12:00	**IZOBLOK**	**Konferencja wynikowa 4Q'17** (Radisson Blu, ul. Grzybowska 24, Warszawa)
7 lut		**Moneta Money Bank**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
7 lut		**RBI**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
8 lut		**Komercni Banka**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
8 lut		**mBank**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
9 lut	11:00	**JSW**	**Prezentacja strategii (GPW, ul. Książęca 4, Warszawa)**
13 lut		**BZ WBK**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
15 lut		**Netia**	**Publikacja wyników 4Q'17**
15 lut		**Skarbiec**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
18 lut		**Citi Handlowy**	**Publikacja wyników za 4Q'17**
19 lut		**ASEE**	**Publikacja wyników 4Q'17**
20 lut		**MOL**	**Publikacja wyników 4Q'17**
20 lut		**Orange Polska**	**Publikacja wyników 4Q'17**
26 lut		**Emperia**	**Publikacja wyników 4Q'17**
27 lut		**Apator**	**Publikacja wyników 4Q'17**
27 lut		**Monnari**	**Publikacja wyników 4Q'17**
27 lut		**Pekao**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
28 lut		**Erste Bank**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
28 lut		**Eurocash**	**Publikacja wyników 4Q'17**
28 lut		**GPW**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
28 lut		**Jeronimo Martins**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
28 lut		**Kernel**	**Publikacja wyników za 2Q'18 (4Q'17)**
28 lut		**Stelmet**	**Publikacja wyników za 4Q'17**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 2 lutego 2018 o godzinie 08:53.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 2 lutego 2018 o godzinie 08:53.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, PBKM, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energa, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PBKM, PZU, Solar Company, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energa, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, Lotos, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, Polski Bank Komórek Macierzystych, Robyg, Wirtualna Polska.

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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

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	Archicom, Atal, Dom Development, i2 Development, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, Polnord, Robyg, Ronson
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, 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, Energa,	CEZ, EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, 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,
Dino	Carrefour, Dixy Group, Emperia, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Echo Investment	Archicom, Atal, Capital Park, Dom Development, GTC, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, P.A. Nova, PHN, Polnord, Robyg, Ronson
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
JSW	Alliance Resource Partners, Peabody Energy, Arch Coal, Semirara Mining and Power, Bukin Asam, Henan Shenhou, Yanzhou Coal Mining, Banpu Public, LW Bogdanka, Shaanxi Heimao, China Coal, Shougang Fushan Resources, Cokal, Teck Resources
Kernel	Astarta, Andersnons, ADM, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
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
LC Corp	Archicom, Atal, Dom Development, Echo Investment, GTC, i2 Development, JWC, Lokum Deweloper, Polnord, Robyg, Ronson
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, Energa, 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
Play	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, TDC, Telecom Italia, TalkTalk, Tele2, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpel, Vodafone Group
Polwax	Alexandria Mineral Oils, Calumet Specialty Products, Ciech, Fuchs Petrolub, H&R, Moresco, Sasol
Skarbiec Holding	Affilated Managers, AllianceBernstein, Altus, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, 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, Vilmorin, 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	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-01-26	2017-11-23	2017-10-02	2017-07-25
cena docelowa (PLN)	18,90	18,00	18,80	18,80
kurs z dnia rekomendacji	13,15	15,20	17,10	15,28

Ailleron

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,60	18,73

Alior Bank

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-01	2018-01-05	2017-03-16	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	109,00	90,00	90,00	71,50
kurs z dnia rekomendacji	85,50	78,10	71,97	65,42

Alumetal

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-07-31	2017-04-28	2017-03-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	46,99	64,00	59,67

Amica

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	130,00

AmRest

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	407,00	422,00	422,00
kurs z dnia rekomendacji	425,00	403,00	357,00

Apator

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-07-31	2017-04-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	31,29	35,05

Archicom

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	15,75

Asseco BS

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	28,90	26,29

Asseco Poland

rekomendacja	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20	2017-04-27	2017-02-24
cena docelowa (PLN)	44,00	44,80	44,80	44,00	44,80	48,79	53,00
kurs z dnia rekomendacji	45,62	44,47	47,00	44,54	47,23	54,70	55,81

Asseco SEE

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	13,25	11,45

Atal

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-10
cena docelowa (PLN)	49,20	45,00	44,10	44,10
kurs z dnia rekomendacji	42,40	40,40	40,00	34,89

Atende

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,85	4,46

BBI Development

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-02-02	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,70	0,73

Boryszew

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-30
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	9,85

Budimex

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-07-24	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	246,00	267,00	238,40
kurs z dnia rekomendacji	197,80	229,50	275,65

Bytom

rekomendacja	przeważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,50	2,67	2,37

BZ WBK

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-02-01	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	430,00	377,87	377,87	400,10	332,34
kurs z dnia rekomendacji	420,00	370,00	358,50	369,60	351,25

Capital Park

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	8,42
kurs z dnia rekomendacji	5,95

CCC

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	295,00	292,00	292,00	308,00	294,00	219,00
kurs z dnia rekomendacji	281,00	293,00	239,85	276,00	262,20	225,50

CD Projekt

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	90,00	74,34	59,90
kurs z dnia rekomendacji	115,00	116,25	83,40

CEZ

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01
cena docelowa (CZK)	532,50	548,60	512,33	512,33	468,78	453,01	496,80
kurs z dnia rekomendacji	530,00	490,70	481,30	441,30	416,00	399,00	450,50

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-24
cena docelowa (PLN)	90,13	79,54	77,07	82,00	82,00
kurs z dnia rekomendacji	61,25	65,16	62,73	69,69	81,00

Comarch

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2017-11-27	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	180,00	205,00	185,00	195,00	195,00	205,00	205,00
kurs z dnia rekomendacji	177,00	178,30	163,50	178,50	195,00	223,00	204,80

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2018-01-31	2017-11-03	2017-08-29
cena docelowa (PLN)	25,70	24,40	24,40
kurs z dnia rekomendacji	24,70	24,58	27,80

Dino

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2018-01-18
cena docelowa (PLN)	95,40	95,40
kurs z dnia rekomendacji	85,00	80,00

Dom Development

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-05-12
cena docelowa (PLN)	103,00	101,10	81,70	81,70
kurs z dnia rekomendacji	82,00	82,25	76,10	70,20

Echo

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-03
cena docelowa (PLN)	6,31	6,42	6,64	6,64
kurs z dnia rekomendacji	5,05	5,19	5,21	6,26

Elektrobudowa

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-05-08	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	113,00	134,00	146,00	146,00
kurs z dnia rekomendacji	81,20	109,50	120,55	139,90

Elektrotim

rekomendacja	przeważaj	niedoważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2017-11-16	2017-10-24	2017-09-14	2017-03-06
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,61	9,76	11,98	15,07

Elemental

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-08-31
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	2,55

Enea

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	12,98	12,82	12,82	14,59	15,23	12,60	8,81
kurs z dnia rekomendacji	11,07	12,19	11,89	14,80	15,25	13,14	10,67

Energa

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-21	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	15,20	14,97	14,81	14,49	13,50	13,20	10,71
kurs z dnia rekomendacji	12,21	12,60	12,09	13,40	13,64	11,65	10,87

Erbud

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-12-15	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	29,80	29,80	31,30	33,50	33,50
kurs z dnia rekomendacji	20,60	24,70	26,00	31,50	32,98

Ergis

rekomendacja	równoważ
data wydania	2018-01-29
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	4,77

Erste Bank

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (EUR)	40,00	35,98	35,98
kurs z dnia rekomendacji	40,64	35,50	32,67

Eurocash

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	32,30	38,30	44,30	47,60
kurs z dnia rekomendacji	26,04	27,48	38,62	39,14

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01	2017-07-20
cena docelowa (PLN)	7,29	7,24	6,84	6,95
kurs z dnia rekomendacji	6,20	6,18	5,81	5,84

Forte

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-29	2017-08-31
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	43,00	49,10	74,02

GetBack

rekomendacja	kupuj
data wydania	2017-11-30
cena docelowa (PLN)	33,38
kurs z dnia rekomendacji	23,00

Getin Noble Bank

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-02-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	1,50	1,27	1,27	2,14
kurs z dnia rekomendacji	1,83	1,61	1,28	2,02

Gino Rossi

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-11-28	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,29	1,78

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-07-03	2017-06-23	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	73,42	73,64	78,52	80,77	69,60	74,30	74,30	74,30	73,90
kurs z dnia rekomendacji	72,00	74,40	71,30	79,80	68,90	72,08	63,30	67,50	63,01

GTC

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-08-02
cena docelowa (PLN)	9,70	10,00	9,59
kurs z dnia rekomendacji	9,67	9,90	9,62

Handlowy

rekomendacja	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-02-01	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	94,00	85,00
kurs z dnia rekomendacji	84,70	83,70

Herkules

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-01-25	2017-10-24	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,67	3,60	4,17

i2 Development

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-01-12
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	14,90

ING BSK

rekomendacja	trzymaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-02-01	2017-12-01	2017-04-05	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	212,00	152,39	152,39	152,39
kurs z dnia rekomendacji	220,00	203,00	171,00	183,50

Jeronimo Martins

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08
cena docelowa (EUR)	16,90	17,10	17,10	17,10	16,90
kurs z dnia rekomendacji	17,12	16,50	15,85	16,76	17,09

JSW

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	122,30
kurs z dnia rekomendacji	101,00

JWC

rekomendacja	równoważ
data wydania	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	4,41

Kernel

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	53,47	57,20	58,70	71,74	73,90
kurs z dnia rekomendacji	50,90	47,51	48,25	60,70	68,33

Grupa Kęty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	391,41	390,72	414,09
kurs z dnia rekomendacji	385,00	408,00	402,10

KGHM

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-08	2017-11-23	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-07-03	2017-04-05	2017-03-02	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	128,62	114,71	103,08	103,08	124,12	130,96	132,22	132,22	132,22	132,22	128,64
kurs z dnia rekomendacji	111,50	113,10	100,00	114,25	117,40	126,10	121,00	110,65	120,10	131,50	129,00

Komercni Banka

rekomendacja	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-12-01	2017-09-01
cena docelowa (CZK)	1111,00	1111,00
kurs z dnia rekomendacji	899,00	966,50

Kruk

rekomendacja	kupuj	kupuj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	300,94	340,17	308,06	219,64
kurs z dnia rekomendacji	222,20	293,45	340,95	293,85

Kruszwica

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-03-29
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	63,50

LC Corp

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-09-26
cena docelowa (PLN)	3,74	3,54
kurs z dnia rekomendacji	3,10	2,69

Lokum Deweloper

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-01-25	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	18,00	16,30

Lotos

rekomendacja	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-29	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	52,67	51,53	51,53	51,61	51,61	48,25	36,27
kurs z dnia rekomendacji	57,78	58,48	61,66	66,37	59,75	58,86	48,63

LPP

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	sprzedaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-20	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	9400,00	9900,00	8200,00	8400,00	8800,00	7400,00	5300,00
kurs z dnia rekomendacji	9 790,00	9 990,00	8 173,95	8 172,05	8 696,65	6 700,00	6 635,25

Mangata

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-10-26
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	112,55

Millennium

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-02-01	2017-05-08	2017-04-05	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	7,00	5,81	5,81	5,81
kurs z dnia rekomendacji	9,59	7,06	6,67	6,82

MOL

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (HUF)	3152,00	3104,00	3077,00	2865,00
kurs z dnia rekomendacji	3 080,00	3 121,00	3 000,00	2 977,50

Monnari

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	8,21	8,93	7,89

Netia

rekomendacja	redukuj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	4,60	4,00
kurs z dnia rekomendacji	5,30	3,90

Orange Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-12-12	2017-06-30	2017-03-09
cena docelowa (PLN)	7,30	7,10	6,90
kurs z dnia rekomendacji	5,39	5,15	4,67

OTP Bank

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01
cena docelowa (HUF)	12090,00	10901,00	10901,00	10901,00	10901,00	10901,00	9031,25
kurs z dnia rekomendacji	11 560,00	10 960,00	10 055,00	10 715,00	9 895,00	10 445,00	8 450,00

PA Nova

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	24,00

PBKM

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	76,00	71,00	71,00	66,30	63,90	70,00
kurs z dnia rekomendacji	73,00	69,60	63,00	63,00	54,50	60,50

Prime Car Management

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	35,30
kurs z dnia rekomendacji	28,80

Pekao

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-02-01	2017-07-18	2017-07-03	2017-04-05	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	157,00	145,42	137,42	146,10	146,10
kurs z dnia rekomendacji	135,90	131,25	124,80	134,60	139,95

Pfleiderer Group

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-08
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	36,65

PGE

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	13,30	13,20	13,61	14,98	14,46	14,46
kurs z dnia rekomendacji	11,87	11,93	13,30	14,27	13,29	12,29

PGNiG

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-02-27
cena docelowa (PLN)	7,65	7,73	7,73	7,73	7,57	7,25	7,25
kurs z dnia rekomendacji	6,58	6,03	6,63	6,79	6,83	6,75	6,12

PKN Orlen

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	82,84	81,80	86,55	81,50
kurs z dnia rekomendacji	107,90	121,60	121,70	117,90

PKO BP

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2018-02-01	2017-12-01	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	38,00	31,20	31,20
kurs z dnia rekomendacji	45,66	42,30	33,28

Play

rekomendacja	trzymaj
data wydania	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	34,70
kurs z dnia rekomendacji	33,20

Polnord

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-02-02	2017-12-27	2017-05-16
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	10,50	8,70	10,00

Polwax

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	18,80	20,56	20,53
kurs z dnia rekomendacji	11,05	11,95	13,54

Pozbud

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-13
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	2,98

PZU

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01	2017-07-18
cena docelowa (PLN)	50,58	51,83	51,83	51,83
kurs z dnia rekomendacji	44,17	45,00	48,50	44,19

Robyg

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-05-12
cena docelowa (PLN)	4,03	4,25	4,35
kurs z dnia rekomendacji	3,86	3,40	3,21

Ronson

rekomendacja	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-02-02	2017-03-06
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,45	1,80

Skarbiec Holding

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	56,30
kurs z dnia rekomendacji	30,60

Stelmet

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-07-17
cena docelowa (PLN)	28,37	28,94	30,50
kurs z dnia rekomendacji	19,20	22,20	22,51

Synthos

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-11-30	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	4,77	4,73	4,62	4,39
kurs z dnia rekomendacji	4,89	4,76	5,14	4,78

Tarczyński

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2018-01-29	2017-11-20	2017-05-31
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	13,05	11,00	11,20

Tauron

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	3,38	3,23	3,64	3,89	3,67	3,03
kurs z dnia rekomendacji	3,08	3,10	3,75	3,92	3,65	3,35

Torpol

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,98	8,16	8,55	10,93	12,05

Trakcja

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,24	7,56	7,69	10,30	12,80

TXM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-08	2017-03-09
cena docelowa (PLN)	5,41	5,74	5,77	6,10	6,25	6,95
kurs z dnia rekomendacji	2,36	2,02	1,99	2,97	4,00	5,50

Ulma

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	73,90

Unibep

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	10,80	10,80	14,00	15,40	12,80
kurs z dnia rekomendacji	8,60	9,76	9,90	12,20	12,59

Vistula

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-19	2017-12-13	2017-11-28	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	5,16	4,34	4,36	3,88	3,26

Wasko

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,24	1,98

Wirtualna Polska

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	56,10	53,00	53,00	53,00
kurs z dnia rekomendacji	51,80	48,20	43,00	47,89

ZUE

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	przeważaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-09-14	2017-04-12
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,18	6,44	6,89	9,20	12,35

Dom Maklerski mBanku
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

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