piątek, 2 marca 2018 | opracowanie cykliczne

Komentarz poranny

Rynek akcji, Polska

Departament Analiz:

Michał Marczak +48 22 438 24 01
Michał Konarski +48 22 438 24 05
Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02
Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06
Jakub Szkopek +48 22 438 24 03
Piotr Bogusz +48 22 438 24 08
Piotr Zybała +48 22 438 24 04

DJIA	24 609,0	-1,68%	FTSE 100	7 175,6	-0,78%	Miedź (LME)	6 922,0	-0,13%
S&P 500	2 677,7	-1,33%	WIG20	2 335,0	-1,24%	Ropa (Brent)	64,02	-0,68%
NASDAQ	7 180,6	-1,27%	BUX	37 767,9	-0,90%	USD/PLN	3,4132	-0,33%
DAX	12 190,9	-1,97%	PX	1 117,7	-0,24%	EUR/PLN	4,1869	+0,26%
CAC 40	5 262,6	-1,09%	PLBonds10	3,306	-0,052	EUR/USD	1,2267	+0,60%

Informacje ze spółek i sektorów

Synthos
Zawieszona – 2018-03-02

Zawieszenie rekomendacji

W związku z przeprowadzonym wezwaniem w dniu dzisiejszym zaprzestajemy wydawania rekomendacji dla Grupy Synthos. **(J. Szkopek)**

Boryszew
Równoważ – 2017-11-30

Odpis związany z akcjami Alchemii w wynikach za 4Q'17

Boryszew w sprawozdaniu skonsolidowanym za 2017 rok ujmie odpis w wysokości około 23,5 mln PLN aktualizujący wartość posiadanego przez Impexmetal pakietu akcji spółki stowarzyszonej Alchemia - poinformował Boryszew w komunikacie. Dokonany odpis ma charakter memoriałowy i nie będzie miał wpływu na płynność finansową oraz bieżącą działalność operacyjną grupy kapitałowej Boryszew. **(J. Szkopek)**

Elemental
Równoważ – 2017-08-31

Fiasko przejęcia w Holandii

Elemental Holding nie doszedł do porozumienia ws. akwizycji holenderskiej spółki z branży przetwarzania zużytych katalizatorów - podał Elemental w komunikacie. „Po przeprowadzeniu prawnego, finansowego i podatkowego due diligence, w procesie negocjacji strony nie doszły do porozumienia co do szczegółowych parametrów transakcji. W konsekwencji transakcja nie została sfinalizowana w prognozowanym terminie, a strony nie ustaliły nowego terminu jej realizacji" - napisano w komunikacie Elementalu. We wrześniu 2017 r. Elemental Holding podpisał list intencyjny dotyczący zakupu pakietu kontrolnego holenderskiej firmy z branży przetwarzania zużytych katalizatorów samochodowych. Akwizycja miała zapewnić Elementalowi wejście do krajów Beneluksu. **(J. Szkopek)**

Famur
Kupuj – 2018-02-02
Cena docelowa: 7,29 PLN

Zawarcie kontraktu za 93 mln PLN

Famur podpisał umowę na dostarczenie urządzeń i maszyn górniczych do Rosji za 22,2 mln EUR, czyli 92,9 mln PLN - poinformował Famur w komunikacie. Umowa przewiduje dostarczenie urządzeń i maszyn w 3Q'18. **Famur na początku roku informował o powyższym kontrakcie w zawartym liście intencyjnym. (J. Szkopek)**

Rynek stali
Rynek aluminium

Trump zapowiada cła na import aluminium i stali do Chin

W dniu wczorajszym prezydent Stanów Zjednoczonych zapowiedział wprowadzenie 10% cła na import aluminium oraz 25% cła na import stali. **Wczoraj Eurofer (organizacja zrzeszająca europejskich producentów stali) przedstawiła, że eksport stali z Europy mógłby spaść nawet o 50% w efekcie wprowadzanych ceł. W ubiegłym roku cały import stali do USA wyniósł 36 mln ton. Import z Unii Europejskiej stanowił 4,935 mln ton (około 3% produkcji stali w Europie). Najwięcej na cłach mogłyby stracić Niemcy, które wyeksportowały do Stanów Zjednoczonych 1,322 mln ton stali. Największą część stanowiły rury bez szwu, przeznaczone dla przemysłu naftowego (uwaga na Vallourec, TMK, Alchemia, Tenaris). Dla Polski wprowadzane cła nie stanowią dużego zagrożenia. W ubiegłym roku nasz eksport do USA wyniósł 9 tys. ton. Nałożenie ceł może natomiast zagrozić pośrednio – jeżeli Amerykanie wprowadzą cła i ograniczą import np. z Chin, Japonii, Turcji czy Brazylii to producenci z tych krajów zaczną szukać nowych rynków zbytu, co może zwiększyć presję cenową na unijnym rynku. Unia może tym samym odpowiedzieć adekwatnymi cłami. Wczoraj padały wypowiedzi, że Chine w reakcji na wprowadzane cła mogą odpowiedzieć zaostrzeniem polityki celnej na produkty żywnościowe, wołowinę, czy samoloty (patrz. Boeing). Analitycy komentujący ruch prezydenta USA obawiają się o potencjalne rozpoczęcie wojny handlowej. Między innymi minister handlu Szwecji zaapelował o wprowadzenie adekwatnych ceł przez kraje Unii przeciwko USA. Dla Szwecji USA jest są drugim największym rynkiem eksportowych w zakresie wyrobów stalowych. W przypadku JSW Spółka dostarcza nieco ponad 20% europejskiego zapotrzebowania na węgiel koksujący. Europa jest netto importerem węgla koksującego (głownie z Australii, USA, Rosji). USA, to drugi największy eksporter węgla koksującego na świecie (13% udziału światowego). Zwiększenie produkcji stali w USA może mieć wpływ na ograniczenie eksportu węgla z**

tego kraju. Z drugiej strony, jeśli eksport wyrobów stalowych z Europy do USA spadnie, to może to mieć wpływ na produkcję na Starym Kontynencie, a tym samym zapotrzebowanie na węgiel koksujący. (J. Szkopek)

Budimex
Kupuj – 2018-02-02
Cena docelowa: 246,00 PLN

Komentarz do segmentu deweloperskiego

Budimex spodziewa się, że przekaże klientom w 2018 roku podobną lub większą liczbę mieszkań niż rok wcześniej. Z kolei przedsprzedaż lokali może być "odrobinę" niższa. Budimex Nieruchomości chce dostarczać podobne wyniki lub lepsze z roku na rok. Budimex kontynuuje rozbudowę banku ziemi. W 2017 roku spółka kupiła działki w Warszawie, Poznaniu, Trójmieście a także pierwszą działkę, na ponad 1 000 mieszkań, we Wrocławiu. Bank ziemi Budimeksu obejmuje 7.946 lokali, ponadto 2970 lokali znajduje się w budowie. W ofercie na koniec grudnia znajdowało się 721 mieszkań. **Oczekiwania zarządu są zbliżone do naszych założeń segmentu deweloperskiego. W 2017 r. Budimex Nieruchomości wypracował 54 mln PLN zysku netto. Zakładamy stabilizację powyższego poziomu w kolejnych latach. Uważamy, że spółka posiada zasoby by rosnąć. Obecnie jednak Budimex ma problem, by odpowiednio zwiększyć ofertę, która przez cały 2017 r. znajdowała się na niższym poziomie niż w 2016 r., pomimo rosnącego banku ziemi. (P. Zybała)**

Erbud
Kupuj – 2017-12-15
Cena docelowa: 28,70 PLN

Konferencja z Zarządem

Na wczorajszym spotkaniu z inwestorami zarząd Erbudu szerzej skomentował przejęcie za 8,5 mln EUR spółki IVT, działającej na rynku niemieckim. Akwizycja rozszerza kompetencje Grupy Erbud w usługach serwisowych dla przemysłu, które od kilku lat są rozwijane w Polsce i jak na razie generują niezadowalającą rentowność (poniżej 2% marży EBIT). Marża EBIT w przejętej spółce kształtuje się na poziomie 6-7% przy ok. 23 mln EUR przychodów. Zarząd liczy, że w 2018 r. IVT wypracuje zbliżone wyniki finansowe do roku 2017 r., w którym ZN wyniósł 0,96 mln EUR. W 2018 r. Erbud będzie koncentrował się na integracji przejętej spółki z Grupą Erbud i nie planuje kolejnych akwizycji. Spółka IVT jest niezadłużona i posiada około 4 mln EUR gotówki. Akwizycja będzie częściowo finansowana kredytem. Portfel zleceń grupy Erbud wynosi ok. 2 mld PLN, z czego ok. 1750 przypada na 2018 r. (nie licząc ok. 100 mln PLN oczekiwanych przychodów z IVT). W najbliższym roku zarząd nie zamierza zwiększać skali działalności, lecz skoncentruje się na poprawie rentowności. Zarząd nie widzi problemów na realizowanych obecnie kontraktach. Dostrzega presję kosztową, stąd ogranicza zaangażowanie w duże kontrakty. Zarząd wskazuje, że wszystkie znaczące kontrakty są realizowane przy dodatnich marżach. **Wydźwięk konferencji oceniamy pozytywnie. Cena przejęcia niemieckiej spółki wydaje się atrakcyjniejsza niż pierwotnie sądziliśmy (przejęcie na wskaźnikach P/E ok. 9,5x, EV/EBITDA ok. 2,5x). Plany stabilizacji skali działalności są zbieżne z naszymi prognozami, przy czym konserwatywnie nie zakładamy wzrostu rentowności w 2018 r. Akwizycja IVT może mieć pozytywny wpływ na naszą wycenę akcji Erbudu, niemniej ze względu na niewielką skalę działalności przejętej spółki, nie będzie to wpływ znaczący. (P. Zybała)**

Bytom
Przeważaj – 2018-11-28

Dobre wyniki sprzedażowe w II’18

Sprzedaż spółki wzrosła o 15% r/r do 10,8 mln PLN w II'18 (+12,8% r/r do 24,9 mln PLN w okresie I-II'18). Sprzedaż w kanale detalicznym wzrosła o 16,9% r/r do 10,3 w II'18 (+18,6% r/r do 24,3 mln PLN w okresie I-II'18), a sprzedaż porównywalna zwiększyła się o 11% r/r w II'18. Marża detaliczna i hurtowa spółki zwiększyła się o 2,3p.p. do 48,2% w II'18 (+3p.p. do 48,7% w okresie I-II'18). Według naszych szacunków zysk na sprzedaży spółki wyniósł -1,7 mln PLN w II'18 i był płasko r/r (przy założeniu 7,0 mln PLN miesięcznych kosztów SG&A w II'18). **Wyniki oceniamy pozytywnie. Spółka kolejny miesiąc poprawia zarówno sprzedaż porównywalną jak i rentowność sprzedaży. Według naszych wyliczeń wskaźnik sprzedaży/mkw. wyniósł 759 PLN i był płasko r/r. Styczeń i luty maja niską istotność w budowaniu wyniku spółki. Kluczowe dla rezultatu w 1Q’18 będą wyniki sprzedażowe opublikowane w III’18. (P. Bogusz)**

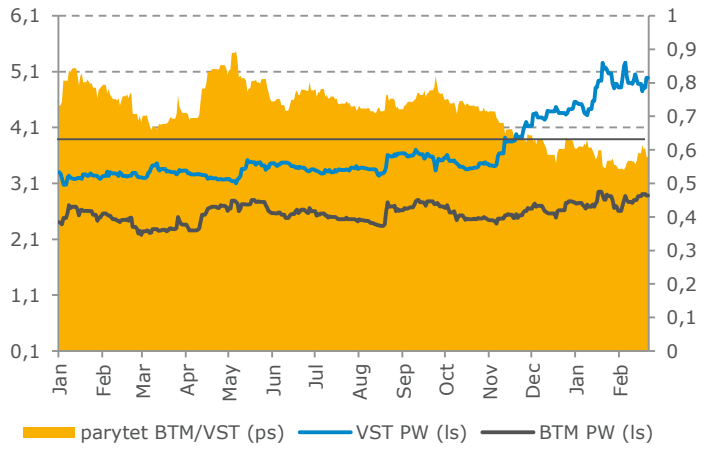
Bytom
Przeważaj – 2018-11-28

Vistula
Równoważ – 2017-02-02

Obniżenie parytetu wymiany akcji do 0,72

Spółki poinformowały w komunikatach bieżących o wprowadzeniu zmiany do planu połączenia polegającego na obniżeniu parytetu wymiany akcji BTM na akcje VST z poziomu 0,82 do poziomu 0,72. Zmiana parytetu nastąpiła w oparciu o wycenę wspólnie wybranego przez spółki doradcy Deloitte Advisory Sp. Z o.o. (w wycenie ustalony został przedział 0,77-0,87 z punktem środkowym 0,82). **Wcześniej zarząd Vistula komunikował chęć obniżenia parytetu wymiany. Obecny parytet pomiędzy kursami akcji BTM do VST wynosi 0,578 i jest o 19,6% poniżej obniżonego parytetu wymiany. Naszym zdaniem akcjonariusze VST mogą uznać obniżenie parytetu za niewystarczające, co mogłoby zagrozić przeprowadzeniu transakcji fuzji. (P. Bogusz)**

Kurs akcji VST, BTM oraz parytet wymiany

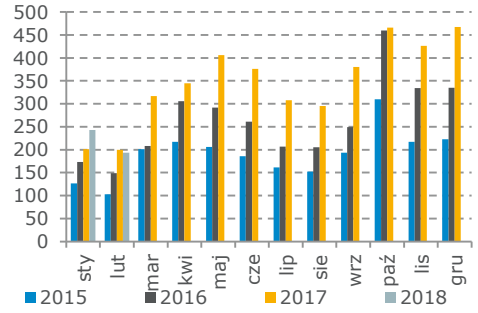


CCC
Trzymaj – 2018-02-02
Cena docelowa: 295,00 PLN

Spadek sprzedaży r/r w II'18

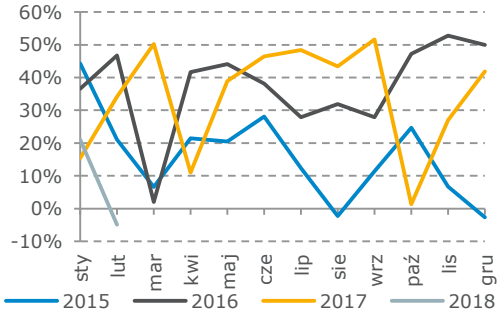
Sprzedaż spółki zmniejszyła się o -4,9% r/r do 193,5 mln PLN w II'18 (+8% r/r do 437 mln PLN w okresie I-II'18). Sprzedaż w kanale detalicznym zmniejszyła się o -13,9% r/r do 136,6 w II'18 (-1,9% r/r do 311 mln PLN w okresie I-II'18). Sprzedaż w kanale internetowym zwiększyła się o 41% r/r do 44,4 mln PLN w II'18 (+59% r/r do 103 mln PLN w okresie I-II'18). Według naszych szacunków wskaźnik sprzedaży detalicznej/mkw. zmniejszył się o 27,7% r/r do 276 PLN w II'18 (zakładamy wzrost powierzchni detalicznej o 18,5% r/r). **Wyniki oceniamy negatywnie. Okres styczeń-luty ma niska istotność w tworzeniu wyniku spółki w 1Q oraz całym roku. Niska sprzedaż w obu miesiącach powinna doprowadzić do podwyższonego zapasu spółki po sezonie jesień-zima'17. Do spadku sprzedaży r/r w II'18 przyczynił się po części efekt wysokiej bazy (+34,1% r/r w II'17 oraz +46,7% r/r w II'16; +23,4% CAGR 2016-18). Jednocześnie niesprzyjające warunki pogodowe na początku III'18 nie wspierają sprzedaży kolekcji wiosennej (marzec jest najważniejszym miesiącem pod względem wyniku w 1Q). Pomimo bardzo słabych wyników spółki zwracamy uwagę, że 1Q jest najmniej istotnym okresem w roku pod względem wyników. (P. Bogusz)**

Sprzedaż miesięczna (mln PLN)



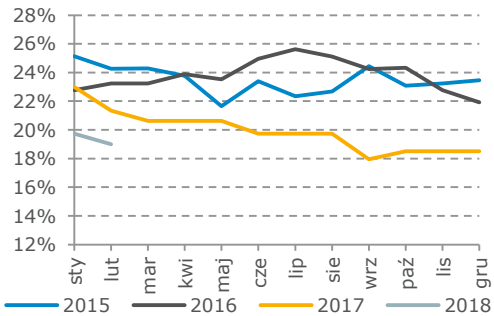
Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Dynamika sprzedaży R/R (%)



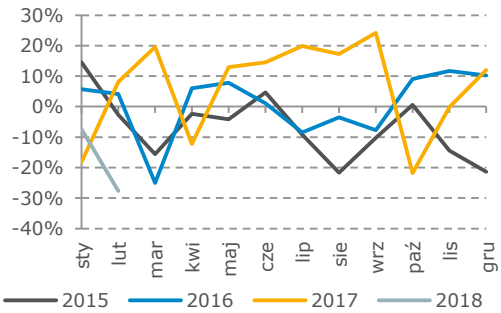
Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Dynamika wzrostu powierzchni R/R (%)



Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Dynamika sprzedaży/mkw. R/R (%)



Źródło: CCC, Dom Maklerski mBanku

Jeronimo Martins
Trzymaj – 2018-02-02
Cena docelowa: 16,90 EUR

Podsumowanie po telekonferencji wynikowej

W 2018 roku spółka będzie koncentrowała się na dalszej poprawie sprzedaży we wszystkich konceptach i zwiększaniu udziałów rynkowych. Wysoka efektywna stopa podatkowa wynika z braku rozliczania aktywa podatkowego powstałego w wyniku wygenerowania straty w rozwijanych biznesach. W kolejnych latach efektywna stopa podatkowa może utrzymywać się na średnim poziomie z 2017 roku (około 27%). Zmniejszenie straty EBITDA z tytułu Ara oraz Hebe r/r w 2018 roku wynikać będzie z poprawy wyniku w sieci Hebe. Spółka planuje przeznaczyć około 700-750 mln PLN na nakłady inwestycyjne. Podobny poziom Capex może być utrzymany w kolejnych latach (modernizacja sklepów w sieci Biedronka i Pingo Doce oraz dynamiczny rozwój sieci Ara). W Kolumbii budowa dwóch centrów dystrybucyjnych jest opóźniona i zostaną one oddane do użytku w 2019 roku. Opóźnienie nie wpłynie na tempo rozwoju sieci Ara, natomiast może negatywnie wpłynąć na efektywność logistyczną sieci oraz obniżyć rentowność. W opinii spółki sieć Ara ma wysoki potencjał jednak mniejszy niż sieć Biedronka. W Pingo Doce negatywnie na osiąganą marżę EBITDA w 2018 roku r/r wpływać będzie podwyższenie wynagrodzeń, które zostało wprowadzone w 4Q'17. **W 2018 roku spółka planuje utrzymać relatywnie wysoka dynamikę sprzedaży porównywalnej we wszystkich konceptach pomimo presji konkurencyjnej i rosnących wynagrodzeń. Celem spółki jest utrzymanie zbliżonej rentowności EBITDA w sieci Biedronka (wyższe lfl skompensują presje ze strony wynagrodzeń) oraz nieco niższej r/r rentowności w Pingo Doce (presja ze strony wynagrodzeń). Wysoka strata EBITDA związana z rozwijaniem sieci Ara oraz Hebe będzie utrzymana w 2018 roku, co ograniczy wzrost wyników r/r Grupy. Stopniowego przyśpieszenie dynamiki wyników r/r można spodziewać się od 2019 roku. (P. Bogusz)**

Wyniki spółek

OTP Bank

Akumuluj – 2018-02-02
Cena docelowa: 12 090 HUF

Wyniki powyżej konsensusu ale na zdarzeniach jednorazowych

OTP Bank w 4Q'17 zaraportował zysk netto na poziomie 68,45 mld HUF, -13,6% Q/Q ale +158,4% R/R, powyżej konsensusu na poziomie 61,6 mld HUF oraz powyżej naszej prognozy na poziomie 47,6 mld HUF. W 4Q'17 OTP zanotował 14,7 mld HUF zysku jednorazowego z tytułu nabycia aktywów Vojvodjanska banka po okazyjnej cenie oraz odpis goodwill'u na poziomie 5,6 mld HUF. Wielkość zdarzenia jednorazowego nie została w pełni uwzględniona przez konsensus i była głównym powodem lepszych od oczekiwań wyników. Jednocześnie, bank pochwalił się nieco lepszymi od oczekiwań przychodami podstawowymi oraz lekko niższym saldem rezerw. OTP Bank oczekuje negatywnego wpływu IFRS9 na bilans w wysokości 50 mld HUF a na CET1 w wysokości 3 p.b. Po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe wyniki OTP Bank w 4Q'17 są zgodne z konsensusem. Uważamy, że wyniki nie spowodują znaczącej zmiany konsensusu. Oczekujemy neutralnej reakcji rynku.

W 2018 roku bank oczekuje podatku bankowego na poziomie 15 mld HUF, wzrostu kredytów pracujących na poziomie +10% R/R z wyższą dynamiką po stronie detalu, erozji marży o 10-15 p.b. z poziomu 4,38% w 4Q'17, spadku NPL oraz normalizacji salda rezerw, wzrostu kosztów operacyjnych (bez efektu FX) na poziomie około 6% R/R oraz kolejnych akwizycji.

Wynik na działalności podstawowej wzrósł w 4Q'17 powyżej oczekiwaniom rynku. W 4Q'17 wynik odsetkowy na poziomie 140,5 mld HUF wzrósł o 2,6% Q/Q oraz +5,5% R/R, lekko powyżej konsensusu. Marża odsetkowa (bez zdarzeń jednorazowych wg OTP) spadła w kwartale o 4 p.b. Q/Q. Koszty operacyjne napędzane przez inflację płac wzrosły o +11,8% Q/Q i 14,0% co było zgodne z oczekiwaniami. Jakość aktywów uległa poprawie ze wskaźnikiem NPL (+90D) na poziomie 9,2% (11,2% w 3Q'17) zaś wskaźnik pokrycia rezerwami wzrósł do poziomu 99,3%. Saldo rezerw zanotowało znaczący wzrost (+349,4% Q/Q ale -59,8% R/R) do poziomu 19,12 mld HUF, niemniej jednak koszt ryzyka pozostał na niskim poziomie 70 p.b. Efektywna stawka podatkowa wyniosła 9,9% wobec 10,5% w 3Q'17. **(M. Konarski, M. Polańska)**

Telekonferencja:
Data: 02.03.2018
Godzina: 15:00 CET
T: + 44 20 3936 2999
Call ID: 189638

Skonsolidowane wyniki kwartalne OTP Banku w 4Q 2017

(mld HUF)	4Q'16	3Q'17	4Q'17	R/R	Q/Q
Wynik odsetkowy netto (skorygowany)	**133,18**	**137,03**	**140,52**	**5,5**	**2,6**
Wynik prowizyjny	48,22	53,05	58,07	20,4	9,5
Pozostałe wyniki	12,30	13,74	10,36	-15,8	-24,6
Przychody pozaodsetkowe	**60,52**	**66,79**	**68,43**	**13,1**	**2,5**
WNDB	**193,70**	**203,81**	**208,96**	**7,9**	**2,5**
Koszty działalności operacyjnej	108,61	110,72	123,78	14,0	11,8
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	**85,09**	**93,09**	**85,18**	**0,1**	**-8,5**
Saldo rezerw	47,58	4,25	19,12	-59,8	349,4
Zysk brutto	**37,52**	**88,84**	**66,06**	**76,1**	**-25,6**
Podatek dochodowy	9,23	9,30	6,54	-29,1	-29,7
Zysk netto dywizji	**28,28**	**79,53**	**59,52**	**110,4**	**-25,2**
Odpis WNiP	0,78	-0,19	-5,61	n.m.	2 865,2
Pozostałe opłaty i podatki	-0,18	-0,16	-0,17	-6,7	5,4
Odpisy na zmiany w kontraktach i marże FX	1,71	0,00	0,00	n.m.	n.m.
Odpisy na Ukrainę	-6,05	0,00	0,00	n.m.	n.m.
Pozostałe	1,93	0,15	14,71	660,8	9 910,6
Zysk netto	**26,47**	**79,33**	**68,45**	**158,6**	**-13,7**
Zyski udziałowców mniejszościowych	0,01	-0,06	0,00	n.m.	-95,3
Zysk netto przypadający akcjonariuszom	**26,49**	**79,27**	**68,45**	**158,4**	**-13,6**

Źródło: OTP Bank, Dom Maklerski mBanku, PAP

Wyniki vs. konsensus

(mln PLN)	4Q'17	konsensus	różnica	4Q'17P	różnica
Wynik odsetkowy	140,5	139,0	1,1%	142,5	-1,4%
Wynik prowizyjny	58,1	55,7	4,2%	57,2	1,5%
Pozostałe przychody	10,4	13,0	-20,5%	13,4	-22,9%
Saldo rezerw	19,1	20,4	-6,2%	27,7	-31,1%
Koszty operacyjne	123,8	121,7	1,7%	124,5	-0,6%
Wynik netto	68,5	61,6	11,2%	47,6	43,8%

Źródło: OTP Bank, Dom Maklerski mBanku, PAP

Comarch

Trzymaj – 2018-02-02
Cena docelowa: 180,00 PLN

Oczyszczona EBITDA zgodna z oczekiwaniami mDM, ale 15% poniżej oczekiwań rynku

- Przychody ze sprzedaży Comarchu w 4Q'17 wyniosły 350 mln PLN.W rozbiciu, widzimy dużo niższe od zakładanych przychody z rynku polskiego: 164,4 mln PLN vs. 192,8 mln PLN założenia i 214,6 mln PLN w 4Q'17 (oznacza to dynamikę -23,4% R/R). Jednak to nie sektor publiczny był głównym winowajcom słabych obrotów: de facto wygenerował on 21,4 mln PLN przychodów vs. 19,2 mln PLN rok wcześniej. Dwa segmenty: finansowe i bankowość oraz przemysł i utilities zaraportowały niskie poziomy obrotów: odpowiednio 31,9 mln PLN vs. 54,3 mln PLN oczekiwania oraz 23,3 mln PLN vs. 41,3 mln PLN oczekiwania.
- Dobre obroty (nawet w PLN) zaraportował z kolei rynek DACH: 82,2 mln PLN vs. 50,2 mln PLN oczekiwania. Największe zaskoczenie dotyczyło sektora TMT (26,9 mln PLN vs. 9,8 mln PLN oczekiwania i 11,3 mln PLN rok wcześniej). Obroty na rynkach pozostałych: 93,5 mln PLN vs. 99,2 mln PLN szacunki mDM.
- Struktura geograficzna przychodów przełożyła się na spadek marży brutto ze sprzedaży. Wyniosła ona 34,2% vs. 39,5% rok wcześniej. Koszty COGS = 230,3 mln PLN vs. 224,3 mln PLN rok wcześniej, koszty SG&A 74,9 mln PLN vs. 78,4 mln PLN rok wcześniej.
- Zwracamy uwagę na ujemny wynik na pozostałej działalności operacyjnej, w Q4'17 wynik ten wyniósł – 13,3 mln PLN, co było związane m.in. z zawiązaniem rezerw na należności wątpliwe, dokonanymi darowiznami oraz aktualizacją wartości środków trwałych. Wynik na pozostałej działalności operacyjnej w Q4'16 wyniósł +0,3 mln PLN. Zakładając saldo na pozostałej dział. operacyjnej równe 0 PLN, zysk EBITDA wyniósłby 62,6 mln PLN i były niższy od naszych oczekiwań tylko o 1,8%, natomiast zysk netto wyniósłby 49,1 mln PLN i byłby 17,8% wyższy od naszych oczekiwań. Oczyszczony wynik EBITDA byłby jednak 14,9% poniżej konsensusu, a wynik netto 1,3% wyższy.
- Dodatni wynik na dział. finansowej rzędu 11,5 mln PLN był osiągnięty w rezultacie zmiany wyceny instrumentów zabezpieczających ryzyko kursowe, spowodowanej umocnieniem się PLN wobec EUR w Q4'17 (w Q4'16 wynik na działalności finansowej był ujemny i wyniósł -9,1 mln PLN). Efektywna stawka podatku dochodowego 13,1% vs. 23,0% założenia.
- Wzrost kosztów działalności, będący następstwem presji płacowej występującej w sektorze IT – fundusz płac podstawowych w Q4'17 wzrósł o ok. 6% w porównaniu do Q4'16.

Podsumowując, wyniki Comarch oczyszczone o ujemny wynik na poz. dział. operacyjnej są zgodne z naszymi oczekiwaniami na linii EBITDA, ale poniżej oczekiwań rynku. Stąd, reakcja inwestorów na wyniki może być negatywna. W rozbiciu widzimy dobry performance rynków zagranicznych, ale słaby na rynku polskim. Na wczorajsze zamknięcie EV/EBITDA'18 Comarchu (przy założeniu 149 mln PLN EBITDA w 2018 r.) wynosi 9,2x vs. 10,6x peer grupa (13% dyskonta), co powinno budzić popyt na walory Comarchu przy większej negatywnej reakcji rynku. Podkreślamy jednak, że konsensus ciągle zakłada 168 mln PLN zysku EBITDA na 2018 r. (P. Szpigiel)

Skonsolidowane wyniki kwartalne Comarch w 4Q 2017

(mln PLN)	4Q'17	4Q'16	zmiana	4Q'17P	różnica	konsensus (mediana)	różnica	2017P	2016	zmiana
Przychody	350,0	372,4	-6,0%	348,8	0,3%	367,9	-4,9%	1101,6	1112,8	-1,0%
EBITDA	49,3	86,8	-43,2%	63,7	-22,6%	73,5	-32,9%	98,6	179,9	-45,2%
marża EBITDA	14,1%	23,3%	-	18,3%	-	20,0%	-	9,0%	16,2%	-
EBIT	31,6	71,2	-55,6%	49,2	-35,7%	58,0	-45,5%	34,5	116,9	-70,5%
Zysk brutto	42,5	60,4	-29,7%	54,2	-21,5%	-	-	63,2	104,8	-39,7%
Zysk netto	35,9	52,0	-31,0%	41,7	-14,0%	48,2	-25,6%	44,6	75,7	-41,1%

Źródło: Comarch , Dom Maklerski mBanku, PAP

Amica
Przeważaj – 2018-01-05

Dynamika sprzedaży najwyższa od 3Q'16, wyniki oczyszczone o zdarzenia jednorazowe wyższe od prognoz

W 4Q'17 skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosły 750,0 mln PLN i były o 4% wyższe od naszych prognoz oraz zgodne z konsensusem (-0,3% vs. konsensus). W ujęciu r/r obroty były o 12% r/r wyższe, co jest najwyższą dynamiką od 3Q'16. W 4Q'17 sprzedaż pozytywnie zaskoczyła na Zachodzie Europy (+21% vs. nasze szacunki oraz +39% r/r). Nieco słabiej wyglądały obroty w Polsce (-3% vs. nasze szacunki i -1% r/r) i Rosji (-4% vs. nasze szacunki i +1% r/r). Warto zauważyć, że w Polsce jeszcze w poprzednim kwartale dynamika spadku obrotów wyniosła 8,6% r/r.

Na poziomie działalności operacyjnej warto wspomnieć o ujemnym wpływie (7,7 mln PLN) rezerwy na należności od jednego z klientów rosyjskich (sprawa była przedstawiana przez Zarząd przy wynikach za 2Q'17 oraz 3Q'17). Gdyby oczyścić wyniki o wpływ zdarzenia jednorazowego, to EBITDA byłaby o 11,5% wyższa niż oczekiwał konsensus. W sumie w 4Q'16 wpływ pozostałej działalności operacyjnej na wynik był ujemny i wyniósł -8,1 mln PLN.

Na poziomie podatku Amica w 4Q;17 rozpoznała 8,8 mln PLN aktywa podatkowego z tytułu działalności w specjalnej strefie ekonomicznej. Gdyby oczyścić wynik netto ze zdarzeń jednorazowych, to byłby on o 8,5% wyższy od konsensusu.

W wynikach za 4Q'17 warto zwrócić uwagę na wysoki przepływ gotówki z działalności operacyjnej (+113,5 mln PLN vs. 113,1 mln PLN w 4Q'14). W efekcie na przestrzeni ostatniego kwartału dług neto obniżył się o ponad 100 mln PLN do poziomu 216,0 mln PLN (1,5xEBITDA). Wysoki przepływ z działalności operacyjnej może naszym zdaniem zwiększyć nadzieje rynku na dywidendę z zysku (oczekujemy 5,5 PLN/akcja; 4,3% Dyield).

Wyniki 4Q'17 są lepsze od naszych oczekiwań oraz konsensusu po oczyszczeniu o wpływ zdarzeń jednorazowych. Warto zwrócić uwagę, że sprzedaż w 4Q'17 rosła w najwyższym tempie od 3Q'16. Dodatkowo prawdopodobnie odbiła się sprzedaż w Europie Zachodniej, a spadek został wyhamowany w Polsce. Warto zwrócić na spadek zadłużenia netto i wysoki przepływ gotówki z działalności operacyjnej, w szczególności w kontekście możliwości dywidendowych Spółki. (J. Szkopek)

Skonsolidowane wyniki kwartalne Amica w 4Q 2017

(mln PLN)	4Q'17	4Q'16	zmiana	4Q'17P	różnica	konsensus (mediana)	różnica	2017P	r/r
Przychody	750,0	669,7	12,0%	721,0	4,0%	751,9	-0,3%	2653,9	7,2%
EBITDA	45,1	51,3	-12,0%	47,4	-4,8%	47,2	-4,4%	188,1	-6,5%
marża EBITDA	6,0%	7,7%	-	6,6%	-	6,3%	-	7,1%	
EBIT	32,6	39,8	-18,0%	35,0	-6,8%	35,0	-6,8%	139,5	-10,4%
Zysk netto	27,3	27,8	-1,7%	24,9	10,0%	24,0	14,0%	146,3	30,0%

Źródło: Amica, Dom Maklerski mBanku, PAP

Pozostałe wiadomości ze spółek

AB	Konferencja z zarządem: - Grupa AB nie widzie presji na wzrost płac - Nadal doświadcza wojny cenowej, która skutkuje presją na cenę - Aktualnie w spółce nie toczy się żadna kontrola podatkowa
Ailleron	Wywiad z prezesem: - Ailleron prowadzi obecnie negocjacje z 50 podmiotami w sprawie sprzedaży produktu Livebank - liczy w '18 na porównywalny wzrost sprzedaży produktu jak w '17 - wyższa dynamika ma pojawić się w '19
Aplisens	Skonsolidowany wynik finansowy Aplisensu w '17 będzie wyższy o 5,2 mln PLN z uwagi na rozwiązanie odpisu.
Budimex	Konferencja z zarządem: - Budimex spodziewa się pozytywnych dynamik sprzedaży w '18. - liczy, że przekaże w '18 podobną lub większą liczbę mieszkań r/r
Elemental Holding	Elemental Holding nie doszedł do porozumienia ws. akwizycji holenderskiej spółki z branży przetwarzania zużytych katalizatorów.
Fortuna	Fortuna wejścia w życie ustawy zakazującej hazardu w internecie zanotowała ponad 100 proc. wzrost przychodów i zakłada, że będzie korzystać z tego efektu również w '18, kiedy chce rosnąć o min. 30 proc.
GPW	GPW rozpoczęła negocjacje o wyjściu z inwestycji w Aquis Exchange. Zarząd: - Koszty osobowe GPW w '18 mogą wzrosnąć o ok. 10 proc. - GPW chce we współpracy z innymi giełdami Europy Środkowo-Wschodniej utworzyć wspólny indeks grupujący najbardziej płynne spółki, a później na jego bazie utworzyć wspólny ETF
Impexmetal	Impexmetal utworzył niepieniężny odpis aktualizujący wartość posiadanego pakietu akcji spółki Alchemia w kwocie ok. 23,5 mln PLN.
Indykpol	Indykpol popisał umowę sprzedaży zakładu uboju kurczaka i wylęgarnie piskląt za 190,07 mln PLN.
Netia	Netia chce zatrzymać w '18 utratę usług detalicznych na sieci własnej.
Orange, Cyfrowy Polsat	Orange ma mieć zamiar kupić od Plusa więcej pasma LTE niż w '13 (Rzeczpospolita).
PGNiG	W '15 import gazu do Polski w 90 proc. pochodził z Gazpromu, w '17 r. w ok. 70 proc.
PKO BP, Orange	eService, PKO BP, Poczta Polska i Orange podpisały porozumienie dotyczące oferowania firmom bezpłatnych terminali płatniczych w ramach Programu Wsparcia Obrotu Bezgotówkowego. eService liczy, że w ciągu trzech lat dostarczy ok. 240 tys. terminali.
Police	Police nie sfinalizowały w założonym terminie warunkowego porozumienia zawartego z DGG Eco dotyczącego akcji African Investment Group i liczą, że dojdzie do tego do 16 marca.
Polimex-Mostostal	Oferta spółki zależnej Polimeksu-Mostostalu i firmy Agat wybrana przez PERN. Wartość oferty wynosi 65 mln PLN.
Polska	PMI dla przemysłu w lutym wyniósł 53,7 pkt. vs prognozowane 54,1 pkt. Stopa bezrobocia w styczniu wyniosła 4,5 proc. - Eurostat.
Robinson Europe	Zarząd rekomenduje wypłatę 0,08 PLN DPS z zysku za '17; ustalenie 25 czerwca.
Selvita	Grupa PFR, za pośrednictwem spółki celowej PFR Life Science, przeprowadziła pierwszą inwestycję w sektorze biotechnologicznym biorąc udział we wtórnej publicznej emisji Selvity i obejmując akcje o wartości ok. 40 mln PLN.

Kalendarium spółek

Data		Spółka	Wydarzenie
2 mar		**Comarch**	**Konferencja po wynikach 4Q'17**
2 mar		**mBank**	**Spotkania z Zarządem** (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
2 mar		**OTP Bank**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
4 mar		**Kruk**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
5 mar	10:30	**Famur**	**Spotkania z Zarządem**(GPW, ul. Książęca 4, Warszawa)
5 mar	11:30	**Budimex**	**Spotkania z Zarządem**(GPW, ul. Książęca 4, Warszawa)
6 mar		**PGE**	**Publikacja wyników 4Q'17**
6 mar	10:00	**Amica**	**Spotkania z Zarządem** (Hotel Sheraton, ul. B. Prusa 2, Warszawa)
7 mar	11:00	**Dom Development**	**Spotkania z Zarządem** (Hotel Westin, Warszawa)
7 mar		**Lotos**	**Publikacja wyników 4Q'17**
8 mar		**Agora**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
8 mar		**Ronson**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
8 mar		**Alior Bank**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
8 mar		**AmRest**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
12 mar		**JSW**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
12 mar		**PKO BP**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
13 mar		**Tauron**	**Publikacja wyników 4Q'17**
14 mar		**JWC**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
14 mar		**LPP**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
14 mar		**PGNiG**	**Publikacja wyników 4Q'17**
15 mar		**BGŻ BNP Paribas**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
15 mar		**Energa**	**Publikacja wyników 4Q'17**
15 mar		**Impexmetal**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
15 mar		**KGHM**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
16 mar		**Cognor**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
16 mar		**Energa**	**Spotkania z Zarządem** (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
16 mar		**Grupa Kęty**	**Publikacja wyników za 2017 rok**
16 mar		**PKP Cargo**	**Publikacja wyników za 2017 rok**

Kalendarium makro

Piątek, 2 marca 2018					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
08:00	Niemcy	Indeks cen importu	Styczeń		0,30% m/m; 1,10% r/r
08:00	Niemcy	Sprzedaż detaliczna	Styczeń		-1,90% m/m; -1,90% r/r
11:00	UE	Inflacja PPI	Styczeń		0,20% m/m; 2,20% r/r
Poniedziałek, 5 marca 2018					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
01:30	Japonia	Indeks PMI usług	Luty		51,90
02:45	Chiny	Indeks PMI usług	Luty		54,70
09:50	Francja	Indeks PMI usług (F)	Luty		59,20
09:55	Niemcy	Indeks PMI usług (F)	Luty		57,30
10:00	UE	Indeks PMI usług (F)	Luty		58,80
11:00	UE	Sprzedaż detaliczna	Styczeń		-1,10% m/m; 1,90% r/r
16:00	USA	Indeks ISM dla branż poza przemysłowych	Luty		59,90
Wtorek, 6 marca 2018					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
00:50	Japonia	Rezerwy walutowe	Luty		1268,50 mld
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	Styczeń		1,70% m/m
Środa, 7 marca 2018					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
08:45	Francja	Eksport	Styczeń		41,63 mld
08:45	Francja	Import	Styczeń		45,10 mld
08:45	Francja	Bilans handlu zagranicznego	Styczeń		-3,47 mld
14:15	USA	ADP Raport o zmianie zatrudnienia	Luty		234 tys.
14:30	USA	Eksport	Styczeń		203,35 mld
14:30	USA	Import	Styczeń		256,47 mld
14:30	USA	Wydajność pracy w sektorze pozarolniczym (F)	IV kwartał		3,00% k/k; 1,50% r/r
14:30	USA	Bilans handlu zagranicznego	Styczeń		-53,12 mld
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy (F)	IV kwartał		-0,20% k/k; -0,70% r/r
	Francja	Bilans obrotów kapitałowych	Styczeń		0,90 mld
	Francja	Bilans obrotów bieżących	Styczeń		-0,90 mld
	Chiny	Eksport	Luty		6,00%
	Francja	Bilans obrotów finansowych	Styczeń		25,40 mld
	Niemcy	Rezerwy walutowe	Luty		164,94 mld
	Francja	Rezerwy walutowe	Luty		130,92 mld
			Luty		124,56 mld
	Polska	Rezerwy walutowe	Luty		117,54 mld
	Chiny	Import	Luty		30,20%
	Polska	Stopa procentowa			1,50%
	Chiny	Bilans handlu zagranicznego	Luty		135,80 mld

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						**+10,4%**	**14,6**	**11,8**		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	82,05	+32,8%	20,5	11,2		
BZ WBK	trzymaj	2018-02-01	420,00	430,00	362,60	+18,6%	16,3	14,3		
Getin Noble Bank	sprzedaj	2018-02-01	1,83	1,50	1,51	-0,7%	-	-		
Handlowy	akumuluj	2018-02-01	84,70	94,00	82,90	+13,4%	19,7	17,1		
ING BSK	trzymaj	2018-02-01	220,00	212,00	196,00	+8,2%	18,2	16,2		
Millennium	sprzedaj	2018-02-01	9,59	7,00	8,30	-15,7%	14,9	14,0		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	130,00	+20,8%	14,6	15,6		
PKO BP	sprzedaj	2018-02-01	45,66	38,00	42,40	-10,4%	16,8	16,0		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	924,00	+20,2%	12,2	11,8		
Erste Bank	trzymaj	2018-02-02	40,64	40,00 EUR	41,67	-4,0%	14,7	12,7		
OTP Bank	akumuluj	2018-02-02	11 560	12 090 HUF	11 310	+6,9%	11,6	11,5		
PZU	akumuluj	2018-02-02	44,17	50,58	41,89	+20,7%	13,5	10,8		
GetBack	kupuj	2017-11-30	23,00	33,38	16,28	+105,0%	5,6	4,4		
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	205,40	+46,5%	12,8	10,9		
Prime Car Management	kupuj	2018-02-02	28,80	35,30	27,00	+30,7%	8,4	7,4		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-02-02	30,60	56,30	32,00	+75,9%	9,2	7,7		
Chemia						**+41,6%**	**7,8**	**7,7**	**5,1**	**6,0**
Ciech	kupuj	2018-02-02	61,25	90,13	56,85	+58,5%	7,8	7,7	5,1	4,9
Grupa Azoty	trzymaj	2018-02-02	72,00	73,42	56,55	+29,8%	10,8	13,3	5,6	6,0
Polwax	kupuj	2018-02-02	11,05	18,80	11,00	+70,9%	6,6	5,8	5,0	6,4
Paliwa						**+7,9%**	**6,5**	**11,7**	**4,3**	**5,5**
Lotos	redukuj	2018-02-02	57,78	52,67	56,54	-6,8%	5,9	13,1	4,4	6,3
MOL	trzymaj	2018-02-02	3 080	3 152 HUF	2 808	+12,3%	6,9	10,4	4,2	4,7
PGNiG	kupuj	2018-02-02	6,58	7,65	6,10	+25,4%	12,1	8,5	5,5	4,2
PKN Orlen	sprzedaj	2018-02-02	107,90	82,84	95,86	-13,6%	6,2	14,5	4,0	7,4
Energetyka						**+16,6%**	**5,3**	**5,4**	**4,1**	**4,0**
CEZ	trzymaj	2018-02-02	530,00	532,50 CZK	503,00	+5,9%	14,1	16,7	7,7	7,4
Enea	akumuluj	2018-02-02	11,07	12,98	10,66	+21,8%	4,3	5,0	4,3	4,0
Energa	kupuj	2018-02-02	12,21	15,20	10,60	+43,4%	5,3	5,4	4,1	4,0
PGE	akumuluj	2018-02-02	11,87	13,30	10,49	+26,8%	6,7	6,5	3,8	4,0
Tauron	trzymaj	2018-02-02	3,08	3,38	2,70	+25,2%	3,2	4,0	4,0	4,6
Telekomunikacja, media, IT						**+7,4%**	**28,7**	**23,0**	**8,1**	**6,6**
Netia	redukuj	2018-02-02	5,30	4,60	5,31	-13,4%	32,9	48,3	5,4	6,1
Orange Polska	kupuj	2017-12-12	5,39	7,30	5,55	+31,5%	-	24,3	4,9	4,6
Play	trzymaj	2018-01-25	33,20	34,70	34,30	+1,2%	19,3	9,5	8,1	6,5
Agora	kupuj	2018-01-26	13,15	18,90	13,50	+40,0%	-	25,6	20,4	4,6
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-01-31	24,70	25,70	22,94	+12,0%	13,8	11,7	7,5	6,6
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-02-02	51,80	56,10	53,20	+5,5%	38,5	21,0	13,8	10,9
Asseco Poland	redukuj	2018-02-02	45,62	44,00	47,58	-7,5%	6,6	15,9	8,0	7,1
CD Projekt	sprzedaj	2018-02-02	115,00	90,00	104,80	-14,1%	51,0	76,9	40,9	60,4
Comarch	trzymaj	2018-02-02	177,00	180,00	172,50	+4,3%	28,7	23,0	12,0	9,3
Przemysł, surowce						**+24,1%**	**10,2**	**11,8**	**7,7**	**7,5**
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	364,00	+7,5%	13,7	13,3	9,2	8,7
JSW	kupuj	2018-01-30	101,00	122,30	93,50	+30,8%	5,1	4,9	2,6	2,2
Kernel	trzymaj	2018-02-02	50,90	53,47	49,20	+8,7%	6,7	11,3	5,3	7,4
KGHM	akumuluj	2018-02-02	111,50	128,62	102,80	+25,1%	6,7	5,9	6,1	3,9
Stelmet	kupuj	2018-02-02	19,20	28,37	17,50	+62,1%	26,5	12,3	12,1	7,9
Budownictwo						**+26,5%**	**10,7**	**9,4**	**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	83,20	+35,8%	9,1	9,7	4,3	4,7
Erbud	kupuj	2017-12-15	20,60	29,80	20,90	+42,6%	10,2	9,1	3,8	4,3
Unibep	kupuj	2018-02-02	8,60	10,80	8,12	+33,0%	11,2	9,2	8,9	6,5
Deweloperzy						**+22,0%**	**9,3**	**8,7**	**9,1**	**8,5**
Atal	akumuluj	2018-02-02	42,40	49,20	43,00	+14,4%	9,3	8,7	8,1	7,7
Capital Park	kupuj	2018-02-02	5,95	8,42	5,45	+54,5%	-	10,8	-	17,5
Dom Development	kupuj	2018-02-02	82,00	103,00	84,00	+22,6%	11,0	8,7	9,1	7,1
Echo	kupuj	2018-02-02	5,05	6,31	5,10	+23,7%	6,9	6,9	12,5	8,3
GTC	trzymaj	2018-02-02	9,67	9,70	8,57	+13,2%	6,6	10,5	8,8	14,6
LC Corp	kupuj	2018-02-02	3,10	3,74	2,80	+33,6%	11,6	6,8	16,5	8,6
Handel						**+11,9%**	**37,1**	**21,7**	**17,6**	**13,5**
AmRest	trzymaj	2018-02-02	425,00	407,00	442,00	-7,9%	52,8	42,0	17,6	14,1
CCC	trzymaj	2018-02-02	281,00	295,00	245,40	+20,2%	33,1	21,7	19,7	14,2
Dino	kupuj	2018-02-02	85,00	95,40	83,30	+14,5%	39,0	27,5	23,0	17,1
Eurocash	kupuj	2018-02-02	26,04	32,30	21,20	+52,4%	-	21,3	13,0	7,9
Jeronimo Martins	trzymaj	2018-02-02	17,12	16,90 EUR	15,40	+9,7%	23,6	19,5	10,3	8,7
LPP	trzymaj	2018-02-02	9 790	9 400	8 660	+8,5%	37,1	23,6	17,5	13,5
TXM	kupuj	2018-02-02	2,36	5,41	2,34	+131,2%	-	13,1	-	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						**20,2**	**15,3**	**7,7**	**6,5**
Ailleron	równoważ	2018-01-30	17,60	17,15	-2,6%	23,9	20,3	12,4	9,7
Asseco BS	równoważ	2018-01-30	28,90	29,00	+0,3%	20,2	17,2	13,5	11,5
Asseco SEE	przeważaj	2018-01-30	13,25	12,65	-4,5%	12,2	11,9	5,6	5,2
Atende	przeważaj	2018-01-30	4,85	4,43	-8,7%	14,0	11,5	7,4	6,5
Wasko	przeważaj	2018-01-30	2,24	2,15	-4,0%	34,6	15,3	7,7	5,5
Spółki przemysłowe						**13,5**	**11,7**	**8,3**	**6,6**
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	52,00	+10,7%	12,5	11,1	9,5	8,4
Amica	przeważaj	2018-01-05	130,00	130,40	+0,3%	6,9	7,0	6,5	5,7
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	24,30	+1,3%	15,4	12,6	8,5	7,5
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	9,71	-1,4%	10,9	12,4	8,4	7,8
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	2,00	-21,6%	9,2	6,1	6,9	5,2
Ergis	równoważ	2018-01-29	4,77	4,20	-11,9%	8,1	7,9	5,7	5,5
Forte	równoważ	2018-02-02	43,00	54,70	+27,2%	19,5	14,3	14,3	11,1
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	72,00	+13,4%	27,7	23,1	14,2	12,3
Mangata	równoważ	2016-10-26	112,55	98,00	-12,9%	14,5	12,8	8,2	7,4
Pfleiderer Group	przeważaj	2017-11-08	36,65	38,00	+3,7%	41,9	17,5	7,4	5,8
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,96	+32,9%	15,3	7,1	10,4	5,8
Tarczyński	równoważ	2018-01-29	13,05	13,90	+6,5%	9,3	10,0	5,5	5,7
Budownictwo						**20,9**	**12,4**	**8,5**	**5,5**
Elektrotim	przeważaj	2017-11-16	7,61	9,14	+20,1%	23,1	10,4	8,2	5,2
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,51	-4,4%	52,4	11,7	8,8	5,8
Torpol	równoważ	2018-02-02	7,98	7,90	-1,0%	-	12,4	18,7	5,1
Trakcja	równoważ	2018-02-02	7,24	7,08	-2,2%	12,8	17,6	5,1	6,7
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	6,30	+1,9%	-	17,6	10,6	8,0
Deweloperzy						**14,2**	**7,4**	**14,6**	**8,8**
Archicom	przeważaj	2018-01-25	15,75	16,00	+1,6%	7,4	7,5	6,9	7,2
BBI Development	równoważ	2018-02-02	0,70	0,71	+1,4%	-	16,8	-	13,7
i2 Development	przeważaj	2018-01-12	14,90	16,60	+11,4%	14,9	4,5	20,3	5,5
JWC	równoważ	2018-01-25	4,41	4,12	-6,6%	14,2	7,4	10,3	6,8
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-01-25	18,00	17,70	-1,7%	7,5	6,0	6,9	5,3
PA Nova	równoważ	2018-02-28	23,30	23,40	+0,4%	9,1	7,0	14,6	10,3
Polnord	równoważ	2018-02-02	10,50	8,92	-15,0%	38,5	14,7	33,8	33,5
Ronson	niedoważaj	2018-02-02	1,45	1,44	-0,7%	23,0	13,3	21,4	15,0
Handel						**17,6**	**14,0**	**11,1**	**8,2**
Bytom	przeważaj	2017-11-28	2,50	2,90	+16,0%	17,6	13,2	11,1	8,2
Gino Rossi	równoważ	2017-11-28	1,29	1,13	-12,4%	-	30,0	11,0	8,3
Monnari	przeważaj	2017-11-28	8,21	9,87	+20,2%	16,9	12,4	9,1	6,9
Vistula	równoważ	2018-02-02	5,16	5,01	-2,9%	19,9	14,7	12,2	9,5

Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej (2018-03-01)

		P/E			ROE			P/BV			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE BANKI													
Alior Bank	82,05	13,4	20,5	11,2	13%	8%	13%	1,7	1,5	1,3	0,0%	0,0%	0,0%
BZ WBK	362,60	16,6	16,3	14,3	11%	11%	10%	1,8	1,6	1,3	5,9%	1,5%	1,8%
Getin Noble Bank	1,51	-	-	-	-1%	-6%	-2%	0,3	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	82,90	18,0	19,7	17,1	9%	8%	9%	1,6	1,6	1,6	5,6%	5,5%	5,1%
ING BSK	196,00	20,4	18,2	16,2	12%	13%	13%	2,4	2,2	1,9	2,2%	0,0%	1,7%
Millennium	8,30	14,4	14,9	14,0	10%	9%	9%	1,5	1,3	1,2	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	130,00	15,0	14,6	15,6	10%	10%	10%	1,5	1,5	1,5	6,7%	6,7%	5,7%
PKO BP	42,40	18,4	16,8	16,0	9%	9%	9%	1,6	1,4	1,3	0,0%	0,0%	1,5%
Mediana		**16,6**	**16,8**	**15,6**	**10%**	**9%**	**9%**	**1,6**	**1,5**	**1,3**	**1,1%**	**0,0%**	**1,6%**
INWESTORZY POLSKICH BANKÓW													
BCP	0,299	-	27,2	13,6	-1%	5%	6%	0,6	0,7	0,7	0,0%	0,0%	0,7%
Citigroup	73,660	15,6	14,1	11,5	6%	6%	8%	1,0	1,0	0,9	0,6%	1,3%	2,0%
Commerzbank	12,412	20,1	33,9	17,0	2%	1%	3%	0,5	0,6	0,5	0,0%	0,0%	0,7%
ING	14,452	12,4	10,9	10,7	9%	10%	10%	1,1	1,1	1,1	4,7%	4,8%	5,0%
KBC	75,980	14,3	12,5	13,2	15%	15%	13%	2,0	1,8	1,7	3,9%	4,0%	4,2%
UCI	17,456	-	12,4	11,5	-13%	10%	6%	0,5	0,7	0,7	0,0%	1,6%	2,1%
Mediana		**15,0**	**13,3**	**12,4**	**4%**	**8%**	**7%**	**0,8**	**0,9**	**0,8**	**0,3%**	**1,5%**	**2,1%**
ZAGRANICZNE BANKI													
Erste Bank*	41,67	14,2	14,7	12,7	11%	9%	9%	1,4	1,3	1,1	1,2%	2,4%	2,4%
Komercni Banka*	924,00	12,7	12,2	11,8	13%	14%	13%	1,7	1,6	1,5	6,7%	4,3%	4,5%
OTP*	11 310	14,9	11,6	11,5	15%	17%	15%	2,1	1,9	1,7	1,5%	1,8%	2,2%
Banco Santander	5,61	13,2	12,4	10,9	7%	8%	9%	0,9	0,9	0,9	3,5%	3,7%	3,9%
Deutsche Bank	12,79	11,9	14,9	9,7	-3%	2%	4%	0,3	0,4	0,4	0,0%	0,9%	2,9%
Sberbank	275,00	11,7	8,0	7,3	20%	23%	22%	2,2	1,8	1,6	1,7%	4,1%	5,8%
VTB Bank	0,05	17,5	8,8	6,6	4%	7%	11%	0,6	0,6	0,6	1,9%	1,9%	3,8%
Piraeus Bank	3,57	-	-	16,8	0%	-1%	2%	0,2	0,2	0,2	0,0%	0,0%	0,0%
Alpha Bank	1,94	42,1	18,4	10,6	1%	2%	5%	0,3	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
National Bank of Greece	0,30	-	149,5	11,5	0%	0%	4%	0,4	0,4	0,4	0,0%	0,0%	0,0%
Eurobank Ergasias	0,81	10,2	13,3	9,1	3%	3%	5%	0,3	0,3	0,3	0,0%	0,0%	0,0%
Akbank	10,52	9,0	6,9	6,6	16%	17%	15%	1,3	1,0	0,9	2,1%	3,6%	4,1%
Turkiye Garanti Bank	11,55	10,0	7,3	6,5	15%	17%	17%	1,4	1,2	1,0	1,5%	3,1%	3,9%
Turkiye Halk Bank	9,51	4,1	3,3	3,1	14%	15%	12%	0,5	0,5	0,4	1,8%	4,5%	4,7%
Turkiye Vakiflar Bankasi	7,22	7,6	5,1	5,0	13%	17%	14%	0,9	0,8	0,7	0,6%	1,0%	1,1%
Yapi ve Kredi Bankasi	4,64	6,9	5,5	5,1	12%	13%	13%	0,8	0,7	0,6	0,3%	0,5%	0,4%
Mediana		**11,8**	**11,6**	**9,4**	**11%**	**11%**	**12%**	**0,9**	**0,7**	**0,6**	**1,4%**	**1,8%**	**2,7%**

Wycena spółek ubezpieczeniowych (2018-03-01)

		P/E			ROE			P/BV			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI													
PZU	41,89	18,6	13,5	10,8	15%	20%	22%	2,8	2,5	2,3	5,0%	3,3%	5,9%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI													
Vienna Insurance G.	26,96	12,6	12,9	12,0	6%	6%	6%	0,7	0,8	0,7	2,8%	3,1%	3,3%
Uniqa	9,46	25,3	16,7	13,3	5%	5%	7%	0,9	0,9	0,9	5,2%	5,4%	5,6%
Aegon	5,63	12,4	8,3	8,4	3%	8%	6%	0,6	0,6	0,5	4,7%	4,8%	5,0%
Allianz	186,98	12,5	11,7	10,9	10%	11%	11%	1,2	1,2	1,2	4,0%	4,3%	4,6%
Aviva	5,05	10,1	9,4	9,0	10%	12%	12%	1,2	1,2	1,2	4,6%	5,3%	5,8%
AXA	25,79	11,2	10,4	9,9	8%	9%	9%	0,9	0,9	0,9	4,5%	4,8%	5,1%
Baloise	147,40	13,7	12,0	11,8	9%	10%	9%	1,2	1,1	1,1	3,5%	3,7%	3,8%
Assicurazioni Generali	15,41	11,0	10,9	9,9	9%	8%	9%	1,0	1,0	0,9	5,1%	5,5%	5,9%
Helvetia	568,00	14,0	13,1	11,0	9%	9%	10%	1,1	1,1	1,1	3,6%	4,1%	4,4%
Mapfre	2,72	11,3	12,1	9,9	9%	9%	10%	0,9	0,9	0,9	4,9%	5,1%	5,5%
RSA Insurance	6,18	17,7	15,6	12,2	10%	12%	14%	1,7	1,7	1,6	2,4%	3,3%	4,5%
Zurich Financial	307,10	13,8	16,1	12,5	10%	9%	12%	1,4	1,5	1,5	5,5%	5,8%	6,1%
Mediana		**12,5**	**12,1**	**11,0**	**9%**	**9%**	**10%**	**1,1**	**1,0**	**1,0**	**4,6%**	**4,8%**	**5,0%**

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

Wycena spółek rafineryjnych i gazowych (2018-03-01)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	56,54	5,2	4,4	6,3	0,7	0,6	0,6	10,3	5,9	13,1	14%	13%	9%	0,0%	1,8%	3,1%
MOL	2808,00	4,8	4,2	4,7	0,8	0,7	0,6	7,9	6,9	10,4	18%	17%	13%	2,5%	2,8%	2,9%
PKN Orlen	95,86	4,9	4,0	7,4	0,6	0,5	0,5	7,8	6,2	14,5	12%	12%	6%	2,2%	3,1%	3,6%
HollyFrontier	43,45	16,0	8,1	6,7	1,0	0,7	0,7	-	18,1	11,6	6%	9%	11%	3,0%	3,1%	3,1%
Andeavor	91,05	10,2	6,7	5,1	0,8	0,6	0,5	22,3	13,9	8,9	8%	9%	10%	2,3%	2,5%	2,7%
Valero Energy	90,82	9,1	7,9	6,5	0,6	0,5	0,5	24,7	18,6	12,2	7%	6%	7%	2,6%	3,1%	3,4%
Marathon Petroleum	64,79	11,4	8,3	7,2	0,8	0,7	0,6	33,1	16,9	12,0	7%	8%	9%	2,1%	2,3%	2,6%
Phillips 66	90,87	13,2	10,0	8,0	0,6	0,5	0,5	29,6	21,4	12,8	5%	5%	6%	2,7%	3,0%	3,3%
Tupras	117,00	12,6	6,3	6,6	1,0	0,7	0,6	19,7	7,4	7,9	8%	11%	9%	4,2%	10,4%	9,9%
OMV	46,68	6,3	4,5	4,4	1,1	1,0	0,9	14,1	9,5	10,2	17%	21%	21%	2,2%	3,0%	3,4%
Neste Oil	59,00	11,3	10,8	11,2	1,4	1,2	1,2	19,8	18,8	18,1	13%	11%	11%	2,0%	2,7%	2,9%
Hellenic Petroleum	8,23	6,1	5,2	5,8	0,6	0,5	0,5	11,0	6,6	8,6	10%	10%	9%	2,3%	3,8%	4,1%
Saras SpA	1,70	3,0	2,9	3,5	0,2	0,2	0,2	9,4	9,0	12,3	7%	7%	6%	5,6%	6,7%	5,3%
Motor Oil	19,14	4,9	4,4	4,9	0,4	0,3	0,3	9,2	6,4	8,4	8%	8%	7%	4,2%	5,9%	6,3%
Mediana		**7,7**	**5,7**	**6,4**	**0,8**	**0,6**	**0,5**	**14,1**	**9,3**	**11,8**	**8%**	**10%**	**9%**	**2,4%**	**3,0%**	**3,3%**
SPÓŁKI GAZOWE																
A2A SpA	1,44	7,1	6,9	7,1	1,6	1,5	1,5	15,4	12,3	12,7	23%	22%	22%	3,1%	4,1%	4,8%
Centrica	141,40	4,9	5,4	5,2	0,4	0,4	0,4	8,7	11,2	10,2	9%	8%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
Enagas	21,29	11,2	9,2	9,5	8,2	7,3	7,4	12,1	10,8	12,0	73%	80%	78%	6,5%	6,8%	7,2%
Endesa	17,41	6,9	7,0	6,9	1,2	1,2	1,2	13,4	13,6	13,0	17%	17%	18%	7,6%	7,6%	7,7%
Engie	12,74	5,7	6,6	6,5	0,9	1,0	1,0	12,8	12,5	12,5	16%	15%	15%	7,8%	5,5%	5,5%
Gas Natural SDG	18,58	7,6	8,6	8,1	1,6	1,7	1,6	14,0	15,4	13,9	21%	20%	20%	5,4%	5,6%	5,7%
Hera SpA	2,78	7,6	7,0	6,9	1,5	1,3	1,3	20,7	16,8	16,6	19%	19%	19%	3,3%	3,5%	3,6%
Snam SpA	3,68	12,1	11,8	11,4	9,7	9,3	9,1	15,6	13,5	12,9	80%	79%	80%	5,7%	6,0%	6,0%
PGNiG	6,10	6,0	5,5	4,2	1,1	1,0	0,9	15,0	12,1	8,5	18%	18%	22%	3,0%	3,3%	4,1%
BP	473,60	8,1	6,2	5,3	0,9	0,7	0,6	35,7	21,5	15,1	11%	11%	12%	0,0%	0,0%	0,0%
Eni	13,57	6,3	4,8	4,1	1,2	1,0	0,9	-	23,8	16,8	19%	21%	23%	5,9%	5,9%	5,9%
Gazprom	140,10	4,0	3,5	3,2	0,9	0,8	0,8	3,8	4,4	4,0	22%	23%	25%	5,6%	5,8%	5,6%
NovaTek	732,90	12,9	12,1	11,6	4,4	4,2	4,1	8,8	14,1	12,1	35%	35%	36%	2%	2%	2%
ROMGAZ	35,95	6,5	5,4	4,8	3,4	2,9	2,8	13,9	9,9	8,5	51%	55%	58%	8,7%	9,3%	10,3%
Shell	26,00	6,6	4,6	4,1	0,9	0,8	0,7	30,9	16,6	14,0	14%	17%	17%	8,9%	8,9%	8,8%
Statoil	178,95	6,5	4,2	3,8	2,0	1,6	1,5	-	17,5	16,7	31%	38%	40%	0,1%	0,1%	0,1%
Total	46,41	9,0	8,3	7,1	1,5	1,5	1,3	18,2	17,1	15,5	16%	18%	19%	6,5%	6,1%	6,3%
Mediana		**6,9**	**6,6**	**6,5**	**1,5**	**1,3**	**1,3**	**14,0**	**13,6**	**12,9**	**19%**	**20%**	**22%**	**5,6%**	**5,6%**	**5,6%**

Wycena spółek energetycznych (2018-03-01)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
EDF	10,58	4,7	5,6	5,1	1,1	1,1	1,1	7,8	19,4	17,2	22%	20%	22%	7,4%	3,1%	2,9%
EDP	2,72	8,1	8,6	8,7	2,0	2,0	2,1	10,7	12,0	12,1	24%	24%	24%	7,0%	7,0%	7,0%
Endesa	17,41	6,9	7,0	6,9	1,2	1,2	1,2	13,4	13,6	13,0	17%	17%	18%	7,6%	7,6%	7,7%
Enel	4,76	6,9	6,6	6,4	1,4	1,4	1,4	14,9	13,3	11,7	20%	21%	22%	3,8%	4,8%	5,9%
EON	8,18	9,3	9,2	9,2	1,2	1,2	1,2	19,2	12,9	12,9	13%	13%	13%	2,6%	3,7%	5,4%
Fortum	18,05	14,8	11,7	11,2	4,4	3,6	3,2	28,8	25,4	20,8	30%	31%	28%	4,2%	5,7%	5,5%
Iberdola	6,06	9,1	9,1	7,9	2,2	2,3	2,1	14,8	14,4	13,1	24%	26%	26%	4,9%	5,3%	5,5%
National Grid	743,40	8,9	8,0	9,9	3,2	3,0	3,3	12,0	10,9	12,5	36%	38%	33%	0,0%	0,0%	0,0%
Red Electrica	15,93	9,2	8,9	8,8	7,0	6,9	6,7	13,4	12,8	12,2	76%	77%	77%	5,4%	5,8%	6,1%
RWE	16,17	6,9	6,7	7,2	0,8	0,8	0,8	14,6	8,2	11,2	11%	12%	11%	1,0%	3,2%	3,5%
SSE	1221,00	8,9	8,6	8,4	0,7	0,7	0,7	10,4	9,9	10,6	7%	8%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbund	21,70	7,3	8,6	9,5	2,5	2,6	2,7	23,0	23,8	27,7	34%	31%	28%	1,2%	1,7%	1,6%
CEZ	503,00	7,1	7,7	7,4	2,0	2,1	2,0	18,9	14,1	16,7	29%	27%	28%	7,9%	6,6%	6,4%
PGE	10,49	3,3	3,8	4,0	0,9	1,2	1,2	7,6	6,7	6,5	26%	33%	30%	2,4%	0,0%	0,0%
Tauron	2,70	4,0	4,0	4,6	0,8	0,8	0,9	12,9	3,2	4,0	19%	21%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Enea	10,66	4,3	4,3	4,0	0,9	1,0	1,0	6,0	4,3	5,0	21%	23%	24%	0,0%	2,3%	3,5%
Energa	10,60	4,5	4,1	4,0	0,9	0,8	0,8	29,1	5,3	5,4	20%	21%	21%	4,6%	1,8%	2,9%
ZE PAK*	12,30	1,9	2,1	2,4	0,4	0,4	0,5	2,4	2,6	3,3	21%	21%	21%	0,0%	10,6%	10,6%
Mediana		**7,0**	**7,3**	**7,3**	**1,2**	**1,2**	**1,2**	**13,4**	**12,4**	**12,2**	**21%**	**22%**	**23%**	**3,2%**	**3,4%**	**4,4%**

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

Wycena spółek nawozowych i chemicznych (2018-03-01)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Acron	4200,00	6,4	7,4	6,9	3,0	2,4	2,3	6,5	10,5	9,4	47%	32%	34%	7,2%	7,6%	7,3%
Uralkali	103,05	8,4	7,4	6,9	4,4	3,8	3,6	4,0	5,0	4,4	53%	52%	52%	0,0%	0,0%	0,0%
Agrium	115,00	12,5	12,4	10,4	1,6	1,5	1,5	23,9	24,4	19,2	12%	12%	14%	3,0%	3,0%	3,1%
Phosagro	2422,00	5,8	7,4	6,5	2,2	2,3	2,1	7,2	13,6	10,4	38%	31%	33%	6,4%	4,6%	5,3%
K+S	22,05	12,2	11,0	7,9	1,9	1,8	1,6	32,1	27,2	16,7	15%	16%	20%	1,8%	1,6%	2,4%
Yara International	339,50	7,5	9,3	6,9	1,1	1,1	1,0	16,3	22,1	14,2	15%	12%	15%	3,6%	2,6%	3,3%
The Mosaic Company	26,36	12,0	10,8	8,5	1,7	1,7	1,5	38,9	25,4	21,8	15%	16%	18%	4,2%	2,3%	0,4%
Potash	20,65	15,3	15,0	13,3	5,5	5,4	5,1	40,6	36,9	29,4	36%	36%	38%	4,7%	1,9%	2,1%
CF Industries	41,65	17,8	17,3	13,3	4,6	4,3	4,0	52,6	-	-	26%	25%	30%	2,9%	2,9%	2,9%
Israel Chemicals	1492,00	8,5	8,5	7,6	1,6	1,6	1,6	13,6	15,9	12,7	19%	19%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Grupa Azoty	56,55	6,5	5,6	6,0	0,7	0,7	0,7	16,3	10,8	13,3	11%	13%	12%	1,5%	1,4%	1,8%
ZA Police*	19,90	7,8	6,2	6,2	0,7	0,7	0,7	-	9,7	9,6	9%	11%	11%	0,0%	2,1%	2,5%
ZCh Puławy*	152,00	4,1	4,3	4,2	0,7	0,6	0,6	9,3	10,7	9,9	16%	15%	15%	6,9%	5,6%	8,0%
Mediana		**8,4**	**8,5**	**6,9**	**1,7**	**1,7**	**1,6**	**16,3**	**14,8**	**13,0**	**16%**	**16%**	**20%**	**3,0%**	**2,3%**	**2,5%**
SPÓŁKI CHEMICZNE																
Ciech	56,85	4,6	5,1	4,9	1,2	1,1	1,0	5,0	7,8	7,7	26%	22%	21%	5,0%	0,0%	3,8%
Akzo Nobel	77,76	10,1	10,2	9,9	1,5	1,5	1,5	18,5	19,1	18,2	15%	14%	15%	2,1%	5,5%	3,0%
BASF	84,97	9,0	7,5	7,3	1,6	1,4	1,4	17,7	13,1	13,2	18%	19%	19%	3,5%	3,8%	3,9%
Croda	4581,00	18,8	16,5	15,6	5,3	4,7	4,6	29,8	26,4	24,7	28%	29%	29%	0,0%	0,0%	0,0%
Sisecam	4,84	7,5	5,4	4,9	1,5	1,2	1,1	16,5	10,7	10,0	20%	22%	22%	2,0%	3,0%	3,2%
Soda Sanayii	5,03	7,7	6,3	6,2	2,0	1,7	1,6	8,7	7,4	7,6	25%	28%	26%	6,4%	5,6%	6,2%
Solvay	111,50	6,8	7,4	7,2	1,4	1,6	1,5	13,9	13,1	13,8	21%	22%	22%	3,0%	3,2%	3,3%
Tata Chemicals	699,70	11,7	10,7	10,8	1,4	1,7	1,9	25,2	19,8	17,0	12%	15%	17%	1,5%	1,6%	1,6%
Tessenderlo Chemie	36,30	8,3	8,4	7,5	1,0	1,0	1,0	17,8	27,1	14,6	13%	12%	13%	0,0%	0,0%	0,0%
Wacker Chemie	134,50	7,6	8,1	7,3	1,5	1,7	1,6	41,0	28,0	19,3	20%	21%	22%	1,5%	2,1%	2,9%
Mediana		**8,0**	**7,8**	**7,3**	**1,5**	**1,5**	**1,5**	**17,7**	**16,1**	**14,2**	**20%**	**21%**	**21%**	**2,0%**	**2,6%**	**3,1%**

Wycena spółek sektora elektromaszynowego (2018-03-01)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Atlas Copco	345,50	13,1	10,4	9,6	2,9	2,6	2,4	30,2	23,6	21,2	23%	25%	25%	1,9%	2,1%	2,3%
Caterpillar	150,23	23,9	15,8	12,7	3,1	2,7	2,4	46,1	23,2	16,7	13%	17%	19%	2,1%	2,1%	2,1%
Duro Felguera	0,38	11,0	13,3	9,5	0,4	0,6	0,5	13,3	-	11,7	4%	4%	6%	1,3%	3,9%	5,2%
Famur	6,20	12,1	13,2	7,7	2,8	2,7	1,7	32,1	47,1	18,6	23%	20%	22%	0,0%	0,0%	0,0%
Komatsu	3763,00	12,8	15,1	11,2	2,2	2,4	1,7	26,1	35,6	20,0	17%	16%	15%	1,5%	1,5%	1,9%
Sandvig AG	151,25	14,3	10,3	10,7	2,7	2,4	2,4	28,7	19,0	18,0	19%	23%	22%	1,7%	2,3%	2,4%
Mediana		**12,8**	**13,3**	**10,7**	**2,7**	**2,4**	**1,7**	**28,7**	**29,4**	**18,0**	**17%**	**17%**	**19%**	**1,5%**	**2,1%**	**2,1%**

Wycena spółek górniczych (2018-03-01)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
JSW	93,50	11,0	2,6	2,2	1,7	1,1	0,8	-	5,1	4,9	16%	41%	38%	0,0%	0,0%	2,1%
KGHM	102,80	8,1	6,1	3,9	1,5	1,4	1,1	13,2	6,7	5,9	18%	23%	29%	1,5%	1,0%	2,4%
LW Bogdanka*	53,30	3,7	3,3	3,2	1,2	1,2	1,1	11,8	8,3	7,3	33%	36%	36%	0,0%	2,3%	4,5%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Anglo American	1741,60	7,6	5,3	5,5	2,2	1,8	1,8	17,2	9,5	10,3	29%	34%	33%	0,0%	0,0%	0,0%
Antofagasta	857,40	9,1	5,7	5,9	4,0	3,1	3,0	33,2	15,4	15,9	44%	54%	51%	0,0%	0,0%	0,0%
BHP Billiton	30,10	9,0	5,1	4,5	3,4	2,8	2,4	-	17,1	14,0	38%	54%	54%	0,9%	2,3%	2,7%
Boliden	289,40	9,6	6,9	6,4	2,2	1,8	1,8	21,2	12,3	11,4	23%	26%	28%	1,5%	3,0%	3,7%
First Quantum	20,28	16,1	14,3	8,3	6,0	4,9	3,9	55,8	-	16,5	38%	34%	47%	0,0%	0,0%	0,1%
Freeport-McMoRan	18,54	8,7	7,5	5,6	2,8	2,7	2,3	54,9	16,2	9,5	32%	35%	42%	0,0%	0,0%	0,6%
Hudbay Min	9,75	6,8	5,0	4,6	2,8	2,3	2,1	53,1	13,6	10,4	41%	45%	46%	0,2%	0,2%	0,1%
Lundin Min	8,32	9,4	5,1	7,1	3,5	2,6	2,9	-	12,8	19,9	38%	52%	41%	0,0%	0,7%	1,0%
MMC Norilsk Nickel	19,73	9,9	8,5	6,9	4,7	3,9	3,4	14,0	12,7	10,2	47%	46%	50%	6,2%	7,5%	8,8%
OZ Minerals	9,51	5,7	4,1	4,7	2,6	2,2	2,2	24,8	13,1	15,1	46%	54%	48%	1,6%	1,9%	1,7%
Rio Tinto	3780,50	6,7	4,6	4,9	2,5	2,2	2,2	19,4	10,7	11,6	38%	47%	46%	0,0%	0,0%	0,0%
Sandfire Resources	7,54	6,7	5,2	4,3	2,4	2,3	2,1	21,4	15,0	11,2	36%	44%	48%	1,4%	2,0%	3,0%
Southern CC	53,10	20,7	14,5	11,4	8,4	7,1	6,2	47,2	28,5	20,8	41%	49%	54%	0,3%	1,1%	2,1%
Vedanta Resources	721,80	7,3	5,3	4,0	1,5	1,5	1,1	-	16,0	15,6	21%	28%	29%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		**8,8**	**5,3**	**5,5**	**2,8**	**2,5**	**2,3**	**24,8**	**13,6**	**12,8**	**38%**	**46%**	**47%**	**0,1%**	**0,4%**	**0,8%**

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

Wycena europejskich operatorów narodowych (2018-03-01)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
Netia	5,31	4,7	5,4	6,1	1,3	1,5	1,6	55,0	32,9	48,3	28%	27%	25%	7,4%	7,2%	0,0%
Orange Polska	5,55	4,5	4,9	4,6	1,2	1,2	1,3	-	-	24,3	27%	25%	27%	4,5%	0,0%	0,0%
Play	34,30	7,2	8,1	6,5	2,3	2,3	2,2	12,2	19,3	9,5	31%	29%	33%	0,0%	0,0%	7,5%
Mediana		**4,7**	**5,4**	**6,1**	**1,3**	**1,5**	**1,6**	**33,6**	**26,1**	**24,3**	**28%**	**27%**	**27%**	**5%**	**0,0%**	**0,0%**
OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI																
Proximus	26,34	6,2	6,1	6,0	1,9	1,9	1,9	14,9	14,6	14,1	30%	31%	32%	5,7%	5,7%	5,7%
Telefonica CP	272,50	8,5	8,6	8,8	2,4	2,4	2,3	16,2	15,9	16,2	28%	27%	27%	6,9%	7,7%	7,6%
Hellenic Telekom	11,56	5,0	5,0	4,9	1,7	1,7	1,7	24,5	24,4	19,1	34%	33%	34%	1,1%	2,1%	3,1%
Matav	454,50	4,6	4,9	4,9	1,5	1,5	1,5	9,4	13,3	12,9	33%	31%	31%	5,5%	5,5%	6,8%
Telecom Austria	7,32	5,5	5,3	5,2	1,8	1,7	1,7	16,4	13,8	13,0	32%	32%	32%	2,7%	2,8%	3,3%
Mediana		**5,5**	**5,3**	**5,2**	**1,8**	**1,7**	**1,7**	**16,2**	**14,6**	**14,1**	**32%**	**31%**	**32%**	**5,5%**	**5,5%**	**5,7%**
OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI																
BT	240,00	5,3	4,6	4,7	1,9	1,5	1,5	7,6	8,4	8,7	35%	32%	31%	0,0%	0,0%	0,0%
DT	12,97	5,7	5,4	5,3	1,7	1,6	1,6	15,1	14,3	12,6	30%	30%	30%	4,6%	5,1%	5,5%
KPN	2,56	7,4	7,5	7,4	2,6	2,7	2,8	27,8	20,6	19,2	36%	36%	37%	11,6%	4,9%	5,4%
Orange France	13,94	5,0	5,0	4,9	1,6	1,5	1,5	13,8	14,5	12,9	31%	31%	31%	4,3%	4,7%	4,9%
Swisscom	504,40	8,0	8,0	8,1	2,9	3,0	3,0	17,4	16,6	17,2	37%	37%	36%	4,4%	4,4%	4,4%
Telefonica S.A.	7,95	6,3	6,1	6,1	1,9	1,9	1,9	12,7	11,1	10,3	31%	32%	32%	7,0%	5,0%	5,1%
Telia Company	38,90	8,9	9,0	8,8	2,7	2,9	2,9	12,9	15,2	14,1	31%	32%	33%	5,2%	5,4%	5,7%
TI	0,74	4,9	4,6	4,6	2,1	2,0	2,0	10,0	10,1	9,6	42%	43%	43%	0,0%	0,0%	0,7%
Mediana		**6,0**	**5,7**	**5,7**	**2,0**	**1,9**	**2,0**	**13,3**	**14,4**	**12,8**	**33%**	**32%**	**33%**	**4,5%**	**4,8%**	**5,0%**

Wycena spółek mediowych (2018-03-01)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
Agora	13,50	5,8	20,4	4,6	0,6	0,5	0,5	-	-	25,6	10%	3%	11%	5,6%	3,4%	3,7%
Cyfrowy Polsat	22,94	7,5	7,5	6,6	2,8	2,8	2,2	17,0	13,8	11,7	37%	37%	34%	0,0%	1,4%	1,6%
Mediana		**6,6**	**13,9**	**5,6**	**1,7**	**1,6**	**1,4**	**17,0**	**13,8**	**18,7**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
DZIENNIKI																
Arnolgo Mondadori	1,82	8,3	7,4	7,3	0,6	0,6	0,6	18,2	14,0	12,1	7%	8%	9%	0,0%	1,5%	1,6%
Axel Springer	71,90	16,0	14,4	12,7	2,8	2,7	2,7	30,2	27,7	24,4	18%	19%	21%	2,6%	2,7%	2,9%
Daily Mail	667,00	8,9	11,2	12,7	1,5	1,7	2,0	12,7	13,1	15,8	17%	15%	15%	0,0%	0,0%	0,0%
Gruppo Editorial	0,58	5,4	4,9	4,2	0,5	0,4	0,4	14,1	-	8,6	9%	8%	9%	2,4%	0,0%	2,2%
New York Times	23,95	17,8	15,2	15,1	2,6	2,5	2,4	46,4	33,5	31,1	15%	16%	16%	0,7%	0,7%	0,7%
Promotora de Inform	1,79	6,6	6,6	6,2	1,3	1,3	1,3	5,7	6,1	6,1	20%	20%	22%	-	0,0%	-
Trinity Mirror	76,80	1,7	1,9	1,9	0,4	0,4	0,4	2,1	2,2	2,3	21%	22%	22%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		**8,3**	**7,4**	**7,3**	**1,3**	**1,3**	**1,3**	**14,1**	**13,6**	**12,1**	**17%**	**16%**	**16%**	**0,3%**	**0,0%**	**1,2%**
TV																
Atresmedia Corp	8,19	9,9	9,6	9,1	2,0	1,9	1,9	13,4	12,6	11,9	20%	20%	21%	6,2%	9,1%	7,0%
Gestevision Telecinco	9,39	12,4	11,9	11,4	3,0	3,0	3,0	17,5	16,2	15,5	24%	26%	26%	5,7%	5,9%	6,3%
ITV PLC	155,40	7,8	8,1	8,1	2,3	2,3	2,2	9,5	9,9	9,9	29%	28%	27%	0,0%	0,0%	0,0%
M6-Metropole Tel	23,00	10,0	8,1	7,5	2,2	2,0	1,8	24,4	19,9	18,0	22%	25%	25%	3,8%	4,0%	4,2%
Mediaset SPA	3,17	4,0	3,7	3,8	1,5	1,5	1,6	-	29,1	19,2	37%	40%	41%	0,5%	2,4%	3,9%
Modern Times	371,00	16,6	16,0	12,0	1,5	1,5	1,3	28,4	28,6	21,4	9%	9%	11%	3,1%	3,3%	3,5%
Prosieben	31,61	9,2	9,0	8,8	2,5	2,3	2,2	13,1	13,6	13,1	27%	26%	25%	6,1%	6,1%	6,3%
RTL Group	70,80	8,7	8,5	8,4	2,0	1,9	1,8	14,6	14,6	14,1	23%	22%	22%	5,6%	5,7%	5,9%
TF1-TV Francaise	11,62	7,6	6,4	6,5	1,0	1,0	1,0	32,3	17,7	19,5	14%	16%	16%	2,9%	3,2%	3,3%
Mediana		**9,2**	**8,5**	**8,4**	**2,0**	**1,9**	**1,8**	**16,0**	**16,2**	**15,5**	**23%**	**25%**	**25%**	**3,8%**	**4,0%**	**4,2%**
PAY TV																
Sky PLC	1372,00	13,1	13,8	12,5	2,5	2,2	2,1	21,9	23,8	20,9	19%	16%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
Cogeco	72,23	5,5	5,4	5,0	2,5	2,4	2,2	14,0	11,9	11,8	45%	45%	45%	2,2%	2,4%	2,6%
Comcast	36,54	8,7	8,1	7,7	2,9	2,7	2,6	21,0	17,9	14,4	33%	33%	33%	1,5%	1,7%	2,0%
Dish Network	40,72	6,6	7,3	8,0	1,4	1,5	1,5	13,6	18,4	18,2	21%	20%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Liberty Global	31,87	6,7	7,6	6,9	3,1	3,5	3,3	-	-	53,3	47%	47%	48%	0,0%	0,0%	0,0%
Shaw Communications	19,29	8,0	8,1	8,4	3,5	3,3	3,4	16,8	20,5	20,9	44%	41%	40%	7,9%	7,9%	8,0%
Mediana		**7,3**	**7,8**	**7,9**	**2,7**	**2,6**	**2,4**	**16,8**	**18,4**	**19,6**	**38%**	**37%**	**37%**	**0,8%**	**0,9%**	**1,0%**

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

Wycena spółek IT (2018-03-01)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
AB*	29,00	6,9	6,3	6,9	0,1	0,1	0,1	7,5	6,8	7,5	2%	1%	1%	2,7%	3,0%	1,0%
Asseco Poland	47,58	7,0	8,0	7,1	0,9	1,0	0,8	13,1	6,6	15,9	13%	12%	12%	6,3%	6,3%	6,3%
Comarch	172,50	7,8	12,0	9,3	1,2	1,2	1,1	20,0	28,7	23,0	16%	10%	12%	0,0%	0,9%	5,8%
Sygnity*	3,30	3,2	-	-	0,2	-	-	3,8	-	-	6%	-	-	-	-	-
Mediana		**6,9**	**8,0**	**7,1**	**0,6**	**1,0**	**0,8**	**10,3**	**6,8**	**15,9**	**10%**	**10%**	**12%**	**2,7%**	**3,0%**	**5,8%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atos Origin	107,05	7,9	7,1	6,5	1,0	0,9	0,9	15,1	13,1	11,8	12%	13%	13%	1,2%	1,6%	1,8%
CapGemini	101,35	11,2	10,7	10,0	1,5	1,5	1,4	19,1	17,1	16,1	13%	14%	14%	1,4%	1,6%	1,8%
IBM	153,81	9,5	9,3	9,1	2,2	2,2	2,2	11,4	11,1	11,1	23%	24%	24%	3,5%	3,8%	4,0%
Indra Sistemas	10,96	11,7	9,8	8,8	1,0	0,9	0,8	21,9	15,4	14,3	8%	9%	10%	0,0%	0,0%	0,9%
Microsoft	92,85	19,4	17,5	15,5	7,2	6,8	6,2	34,8	30,6	27,3	37%	39%	40%	1,5%	1,7%	1,8%
Oracle	49,71	11,6	11,6	10,3	5,2	5,2	4,9	18,9	18,8	16,9	45%	45%	47%	1,2%	1,3%	1,5%
SAP	83,17	13,7	13,4	13,4	4,8	4,5	4,3	21,9	19,8	18,7	35%	34%	32%	1,5%	1,6%	1,7%
TietoEnator	28,86	11,1	11,3	10,6	1,5	1,4	1,4	18,4	17,6	16,7	13%	13%	13%	4,4%	4,6%	4,8%
Mediana		**11,4**	**11,0**	**10,1**	**1,8**	**1,9**	**1,8**	**19,0**	**17,4**	**16,4**	**18%**	**19%**	**19%**	**1,4%**	**1,6%**	**1,8%**

Wycena spółek budowlanych (2018-03-01)

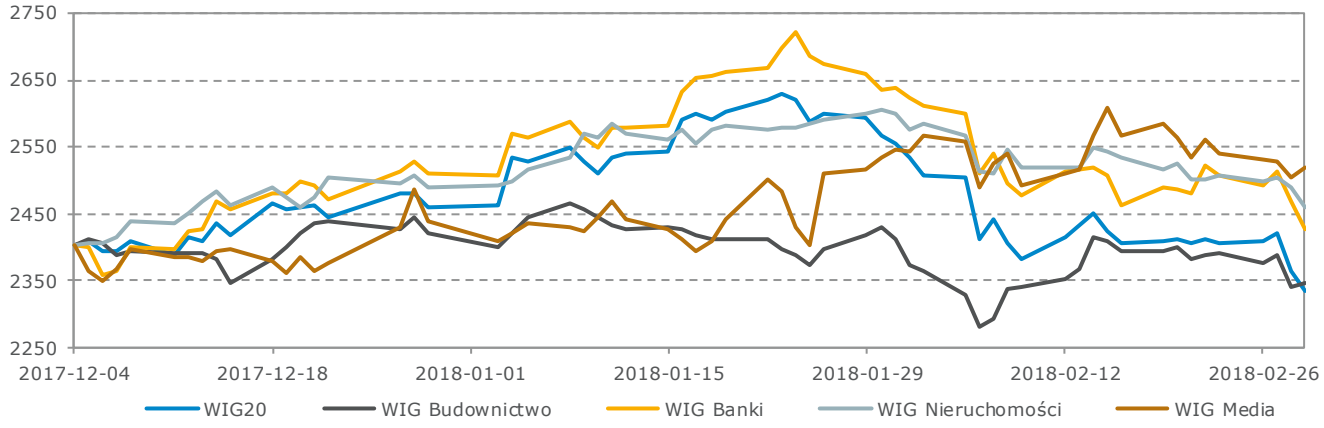
		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
Budimex	197,80	4,6	5,4	6,7	0,4	0,5	0,5	12,3	11,2	12,7	10%	10%	8%	4,1%	7,6%	8,7%
Elektrobudowa	83,20	3,9	4,3	4,7	0,3	0,3	0,3	7,2	9,1	9,7	8%	8%	7%	4,8%	12,0%	9,6%
Elektrotim	9,14	14,6	8,2	5,2	0,3	0,3	0,3	-	23,1	10,4	2%	4%	5%	13,6%	3,8%	5,5%
Erbud	20,90	2,2	3,8	4,3	0,1	0,1	0,1	-	10,2	9,1	3%	3%	3%	8,1%	5,6%	4,9%
Herkules	3,51	6,7	8,8	5,8	1,9	1,9	1,5	14,8	52,4	11,7	28%	21%	26%	4,6%	4,6%	4,6%
Torpol	7,90	3,4	18,7	5,1	0,1	0,2	0,2	17,6	-	12,4	4%	1%	3%	8,7%	5,6%	0,0%
Trakcja	7,08	3,5	5,1	6,7	0,2	0,3	0,3	6,7	12,8	17,6	7%	5%	4%	4,8%	7,1%	2,8%
Ulma Construccion	60,50	3,8	3,7	3,5	1,4	1,3	1,4	24,7	18,7	12,4	36%	37%	38%	0,0%	8,9%	6,6%
Unibep	8,12	7,1	8,9	6,5	0,2	0,2	0,2	9,0	11,2	9,2	3%	2%	3%	2,1%	2,4%	3,1%
ZUE	6,30	5,2	10,6	8,0	0,1	0,3	0,2	-	-	17,6	3%	2%	3%	5,2%	0,0%	0,0%
Mediana		**4,2**	**6,8**	**5,5**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**12,3**	**12,0**	**12,0**	**6%**	**4%**	**5%**	**4,8%**	**5,6%**	**4,7%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Acciona	67,28	8,2	7,5	7,4	1,6	1,3	1,4	24,9	14,9	15,0	20%	18%	19%	3,8%	4,3%	4,5%
Astaldi	2,40	3,5	3,7	3,7	0,4	0,4	0,4	2,5	19,5	2,6	13%	11%	11%	8,4%	5,0%	2,9%
Ferrovial	17,00	20,3	20,1	21,0	1,7	1,5	1,6	40,3	31,0	33,7	9%	8%	8%	4,3%	4,4%	4,5%
Hochtief	136,60	8,2	6,9	6,4	0,4	0,4	0,4	25,2	20,1	18,3	5%	5%	6%	1,7%	2,2%	2,5%
Mota Engil	3,90	7,2	6,2	5,7	1,0	0,9	0,9	15,6	27,9	12,2	14%	15%	15%	1,3%	2,7%	2,1%
NCC	154,30	6,5	6,9	5,7	0,3	0,3	0,3	14,6	12,5	11,9	4%	4%	5%	4,9%	5,5%	6,2%
Skanska	163,65	6,3	8,1	8,3	0,4	0,4	0,4	11,1	10,2	15,8	6%	5%	4%	4,9%	5,1%	5,1%
Strabag	32,75	3,8	3,9	3,7	0,3	0,2	0,2	13,6	13,2	11,7	7%	6%	6%	3,1%	3,1%	3,4%
Mediana		**6,8**	**6,9**	**6,1**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**15,1**	**17,2**	**13,6**	**8%**	**7%**	**7%**	**4,1%**	**4,3%**	**3,9%**

Wycena spółek deweloperskich (2018-03-01)

		EV/EBITDA			P/BV			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
POLSKIE SPÓŁKI																
BBI Development	0,71	-	-	13,7	0,3	0,4	0,3	-	-	16,8	4%	3%	16%	0,0%	0,0%	0,0%
Dom Development	84,00	12,5	9,1	7,1	2,2	2,1	2,0	16,6	11,0	8,7	14%	17%	18%	3,9%	6,0%	9,1%
Echo Investment	5,10	4,0	12,5	8,3	1,4	1,3	1,2	5,4	6,9	6,9	127%	42%	77%	117%	13%	9,8%
GTC	8,57	10,9	8,8	14,6	1,2	1,0	1,0	5,9	6,6	10,5	129%	158%	89%	0,0%	0,2%	0,2%
i2 Development	16,60	22,7	20,3	5,5	0,7	0,7	0,7	26,7	14,9	4,5	16%	19%	20%	0,0%	11,4%	15,1%
J.W. Construction	4,12	11,7	10,3	6,8	0,6	0,5	0,5	14,7	14,2	7,4	11%	14%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
PA Nova	23,40	12,6	14,6	10,3	0,7	0,7	0,7	8,7	9,1	7,0	27%	17%	26%	3,2%	3,2%	3,2%
Polnord	8,92	-	33,8	33,5	0,4	0,4	0,4	-	38,5	14,7	-	7%	7%	0,0%	0,0%	0,0%
Ronson	1,44	4,6	21,4	15,0	0,7	0,7	0,7	3,7	23,0	13,3	18%	9%	13%	5,6%	13,2%	5,6%
Mediana		**11,7**	**13,5**	**10,3**	**0,7**	**0,7**	**0,7**	**8,7**	**12,6**	**8,7**	**17%**	**17%**	**18%**	**0%**	**3%**	**3%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atrium European RE	4,07	15,8	14,6	14,3	0,8	0,8	0,8	13,4	13,9	13,1	76%	56%	84%	6,6%	8,9%	7,5%
CA Immobilien Anlagen	25,50	25,0	24,8	23,5	1,1	1,0	1,0	28,7	20,8	21,3	91%	66%	68%	2,3%	3,0%	3,3%
Deutsche Euroshop AG	29,64	18,2	17,1	16,8	0,8	0,8	0,8	12,7	12,5	12,7	89%	88%	88%	4,7%	4,9%	5,0%
Immofinanz AG	1,95	69,3	51,8	37,8	0,7	0,8	0,7	-	31,0	25,4	37%	39%	52%	3,1%	3,1%	3,2%
Klepierre	33,86	22,6	21,4	20,7	1,0	0,9	0,9	14,9	13,8	13,1	80%	83%	83%	5,3%	5,7%	6,0%
Segro	571,00	31,5	27,1	24,3	1,2	1,1	1,0	30,5	29,1	26,2	77%	78%	80%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibail Rodamco SE	190,35	23,7	22,9	22,1	1,0	1,0	0,9	16,9	15,8	14,9	88%	89%	85%	5,3%	5,7%	6,0%
Mediana		**23,7**	**22,9**	**22,1**	**1,0**	**0,9**	**0,9**	**15,9**	**15,8**	**14,9**	**80%**	**78%**	**83%**	**4,7%**	**4,9%**	**5,0%**

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

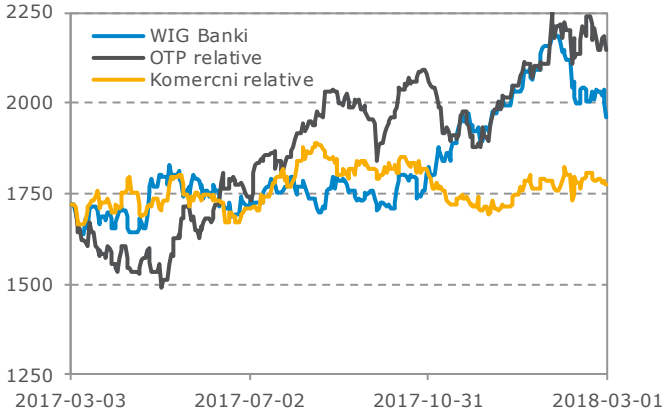
Notowania indeksów sektorowych na tle WIG20



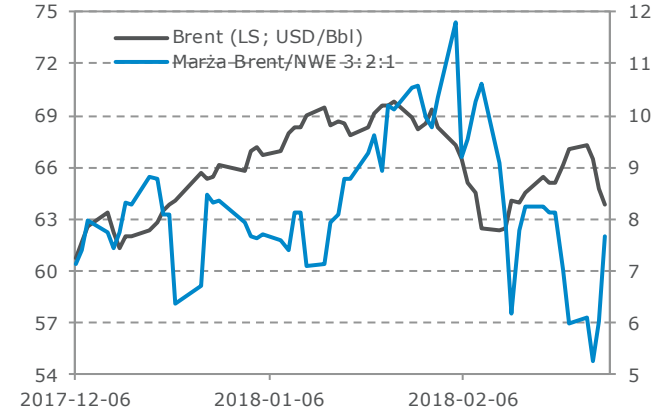
WIG IT na tle MSCI Europe Software & Services (USD)



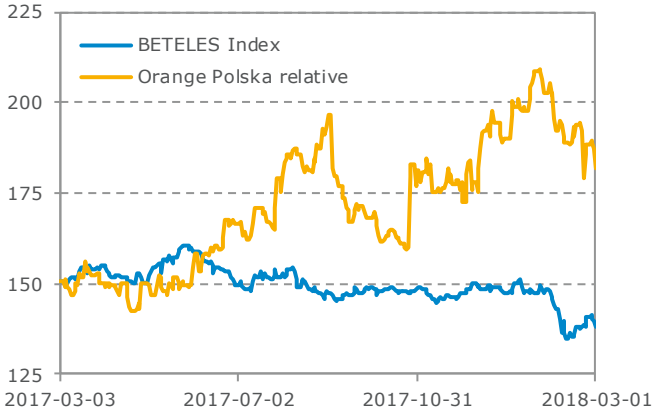
OTP Bank i Komercni Banka na tle WIG Banki (EUR)



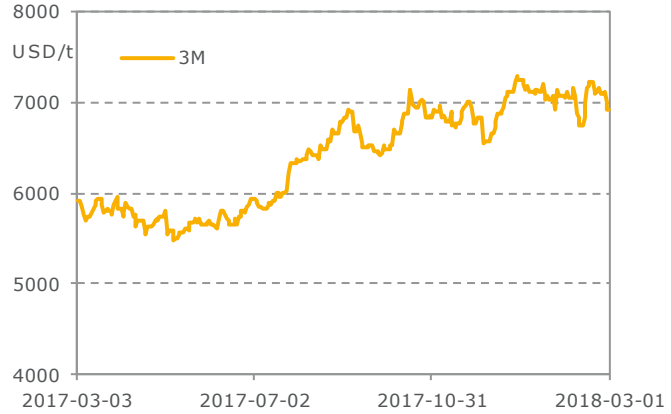
Cena ropy Brent i marża Brent/NWE 3:2:1 (USD; PS)



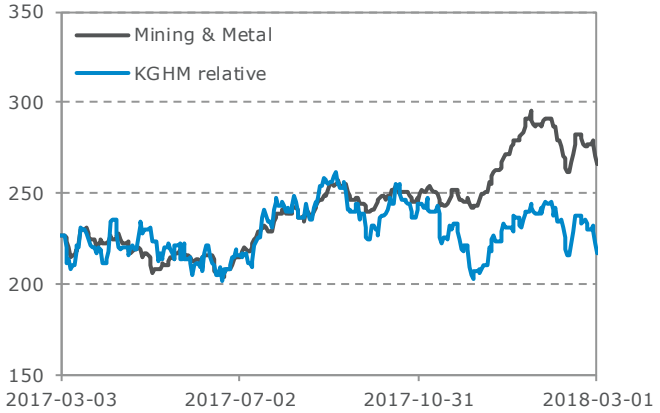
Orange Polska na tle indeksu BETELES (EUR)



Cena miedzi na LME



KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)

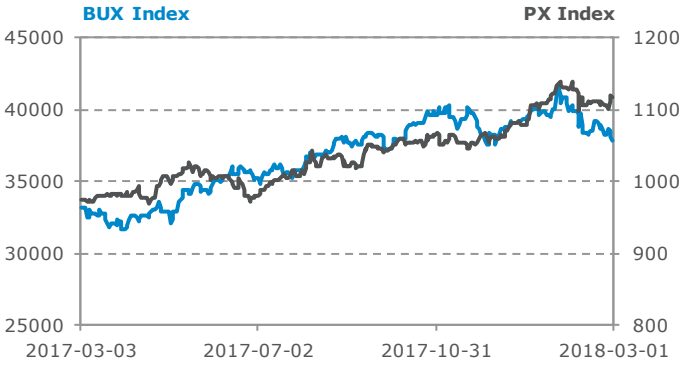


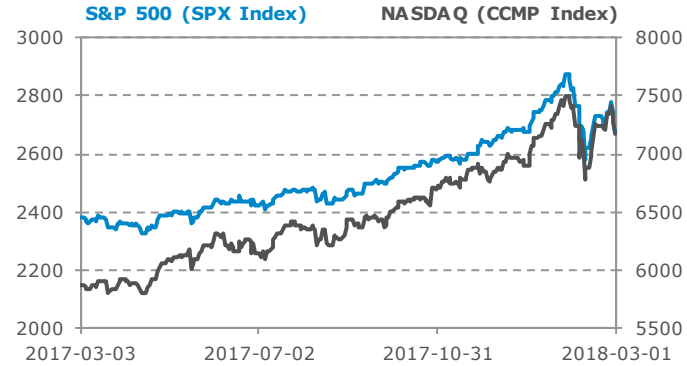
Źródło: Bloomberg

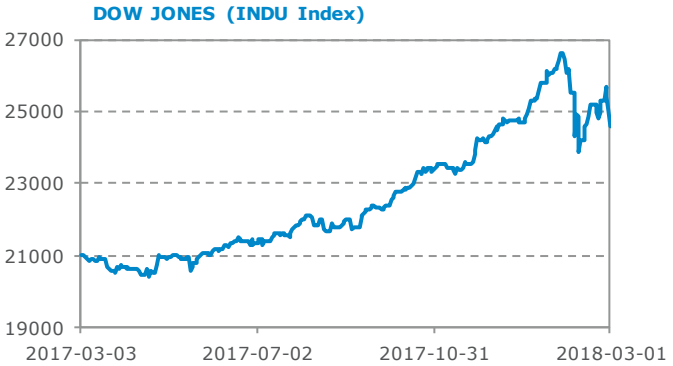
Przegląd rynków zagranicznych

Indeks	Sesja z dnia	Otwarcie	Maksimum	Minimum	Zamknięcie	Zmiana %
DJIA	2018-03-01	25 024,04	25 185,35	24 442,56	24 608,98	-1,68%
S&P 500	2018-03-01	2 715,22	2 730,89	2 659,65	2 677,67	-1,33%
NASDAQ	2018-03-01	7 274,75	7 307,85	7 117,66	7 180,56	-1,27%
DAX	2018-03-01	12 386,40	12 387,88	12 143,14	12 190,94	-1,97%
CAC 40	2018-03-01	5 304,81	5 315,77	5 242,87	5 262,56	-1,09%
FTSE 100	2018-03-01	7 231,91	7 231,91	7 153,39	7 175,64	-0,78%
WIG20	2018-03-01	2 361,73	2 365,51	2 316,63	2 334,96	-1,24%
BUX	2018-03-01	38 110,84	38 417,27	37 767,85	37 767,85	-0,90%
PX	2018-03-01	1 121,05	1 124,10	1 113,81	1 117,73	-0,24%
RTS	2018-03-01	1 814,86	1 814,93	1 791,57	1 797,62	-1,13%
SOFIX	2018-03-01	686,43	687,80	684,74	684,74	-0,25%
BET	2018-03-01	8 451,55	8 451,55	8 393,31	8 411,68	-0,48%
XU100	2018-03-01	118 629,70	119 114,50	117 398,70	117 632,10	-1,11%
BETELES	2018-03-01	139,42	139,73	138,15	138,26	-0,93%
NIKKEI	2018-03-01	21 901,13	21 901,13	21 645,22	21 724,47	-1,56%
SHCOMP	2018-03-01	3 235,09	3 280,15	3 228,59	3 273,76	+0,44%
Miedź	2018-03-01	6 930,00	6 965,00	6 858,50	6 922,00	-0,13%
Ropa	2018-03-01	64,37	64,78	63,04	64,02	-0,68%
USD/PLN	2018-03-01	3,4244	3,4460	3,4128	3,4132	-0,33%
EUR/PLN	2018-03-01	4,1761	4,1936	4,1743	4,1869	+0,26%
EUR/USD	2018-03-01	1,2194	1,2273	1,2155	1,2267	+0,60%
USBonds10	2018-03-01	2,8624	2,8733	2,7933	2,8078	-0,0528
GRBonds10	2018-03-01	0,6670	0,6670	0,6220	0,6440	-0,0120
PLBonds10	2018-03-01	3,3640	3,3640	3,2710	3,3060	-0,0520

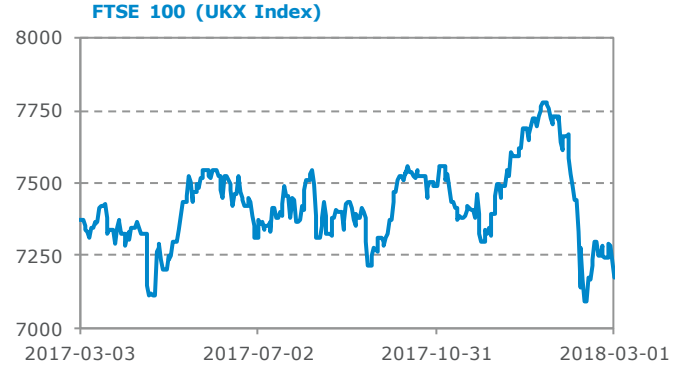




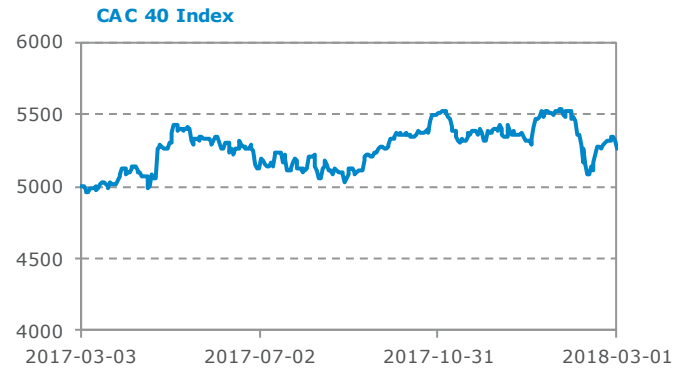


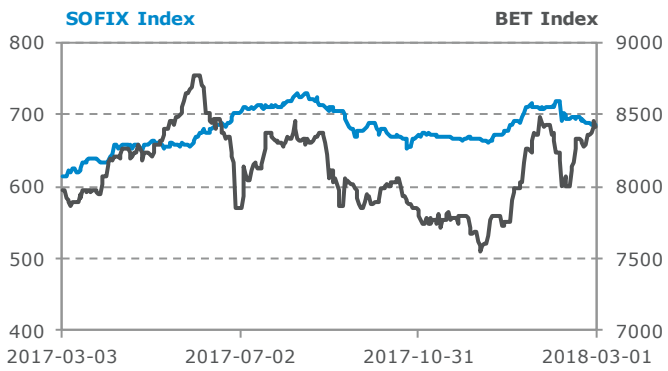


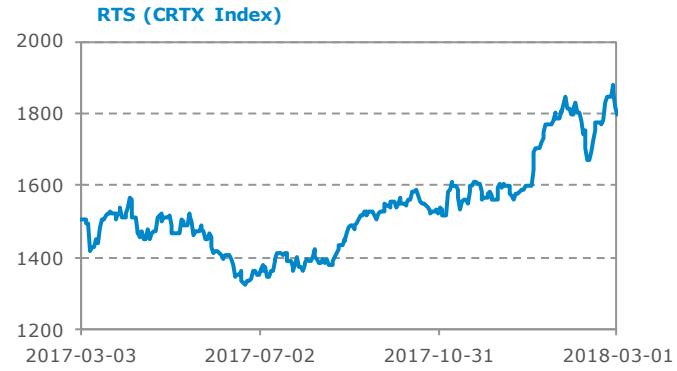


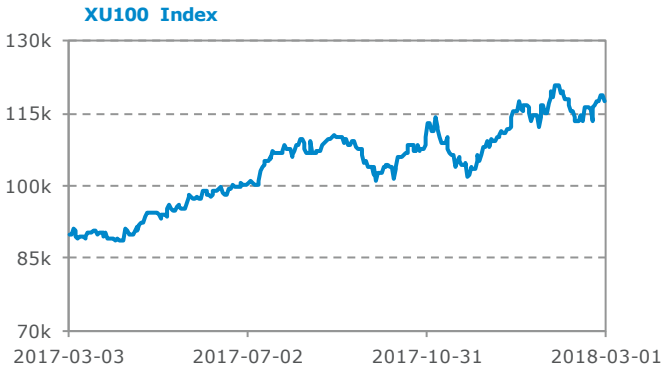


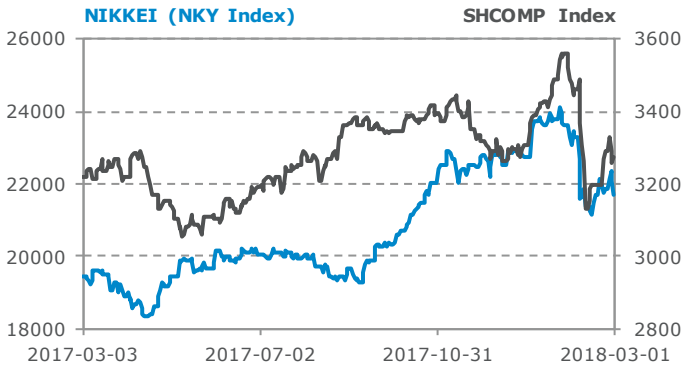
Źródło: Bloomberg



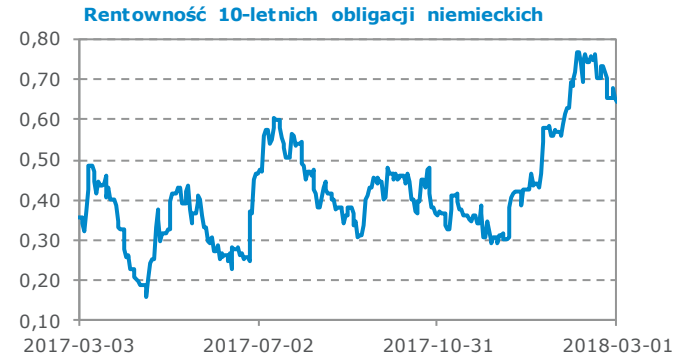






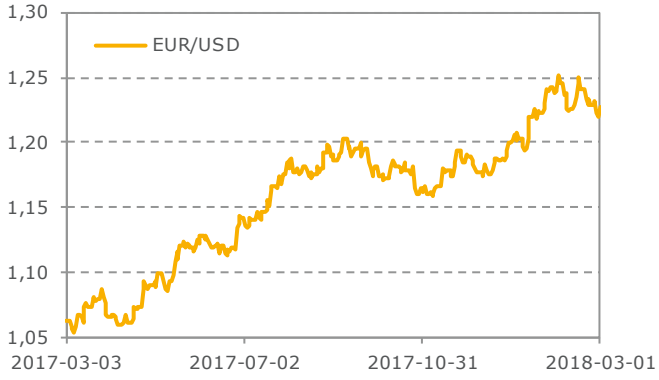












Źródło: Bloomberg

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

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 dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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 stosowanych w rekomendacjach:
DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.
Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.
Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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