



środa, 7 marca 2018 | opracowanie cykliczne

## Komentarz poranny

### Rynek akcji, Polska

Departament Analiz:

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

Piotr Zybala +48 22 438 24 04

|         |          |        |           |          |        |              |         |        |
|---------|----------|--------|-----------|----------|--------|--------------|---------|--------|
| DJIA    | 24 884,1 | +0,04% | FTSE 100  | 7 146,8  | +0,43% | Miedź (LME)  | 7 004,0 | +1,36% |
| S&P 500 | 2 728,1  | +0,26% | WIG20     | 2 339,5  | +0,40% | Ropa (Brent) | 65,41   | -0,03% |
| NASDAQ  | 7 372,0  | +0,56% | BUX       | 38 008,5 | +2,39% | USD/PLN      | 3,3760  | -0,59% |
| DAX     | 12 113,9 | +0,19% | PX        | 1 121,0  | +0,70% | EUR/PLN      | 4,1877  | -0,03% |
| CAC 40  | 5 170,2  | +0,06% | PLBonds10 | 3,334    | +0,004 | EUR/USD      | 1,2404  | +0,55% |

### Informacje ze spółek i sektorów

#### ING BSK

Akumuluj – 2018-03-05  
Cena docelowa: 212,00 PLN

#### Zarząd ING zaproponował dywidendę w wysokości 3,20 PLN/akcję

Zarząd ING zaproponował akcjonariuszom dywidendę w wysokości 3,20 PLN/akcję. Dywidenda stanowi 29,7% zysku netto banku oraz wskaźnik dividend yield na poziomie 1,6%. **Dywidenda jest w pełni zgodna z naszymi oczekiwaniami ale poniżej konsensusu, który oczekiwał DPS na poziomie 4,35 PLN/akcję. Oczekujemy neutralnej reakcji rynku. (M. Polańska, M. Konarski)**

#### PKO BP

Redukuj – 2018-03-05  
Cena docelowa: 38,00 PLN

#### PKO BP planuje dalsze zwolnienia

Według portalu bankier.pl i informacji zgłoszonych do warszawskiego urzędu pracy, PKO BP planuje zwolnić do 850 pracowników w 2018 roku. W 2016 roku PKO BP zgłosił zamiar zwolnienia 836 pracowników z czego faktycznie zrealizował 528 etatów a w 2017 roku zgłosił 950 pracowników z czego zrealizował 781 etatów. **Wiadomość pozytywna. Dalsza restrukturyzacja zatrudnienia powinna wspomóc koszty operacyjne banku, które niewątpliwie znajdą się pod presją inflacji płac w 2018 roku. Zgłoszenie o znaczących zwolnieniach PKO BP jest kolejnym po GNB, który planuje zmniejszyć ilość etatów o 150. (M. Konarski, M. Polańska)**

#### Kruk

Kupuj – 2018-02-02  
Cena docelowa: 300,94 PLN

#### Zarząd Kruka zaproponował dywidendę w wysokości 5,00 PLN/akcję

Zarząd Kruka zaproponował akcjonariuszom dywidendę w wysokości 5,00 PLN/akcję. Dywidenda stanowi około jedną trzecią zysku netto windykatorka oraz wskaźnik dividend yield na poziomie 2,2%. **Dywidenda znajduje się powyżej naszych oczekiwań na poziomie 4,02 oraz konsensusu na poziomie 3,51 PLN/akcję. Po wiadomości, kurs akcji Kruka wzrósł wczoraj o 6,49%. (M. Konarski)**

#### Kruk chce konsolidować polski rynek

Prezes Piotr Krupa uważa, że Kruk będzie pełnił rolę konsolidatora polskiego rynku zarządzania wierzytelnościami. Pozwolić ma na to niski poziom zadłużenia spółki. Z drugiej strony konsolidacja będzie napędzana przez wysokie ceny wierzytelności charakterystyczne dla dojrzałego rynku, spadające stopy zwrotu z nowych inwestycji oraz problemy z zadłużeniem u konkurentów. **Uważamy, że konsolidacja będzie nieunikniona na polskim rynku z wieloma małymi graczami. Będzie to stwarzać okazję na zakup portfeli po atrakcyjnych cenach, które nie były historycznie windykowane efektywnie. (M. Konarski)**

#### Ciech

Kupuj – 2018-03-05  
Cena docelowa: 85,87 PLN

#### Nowy członek Zarządu

Rada nadzorcza Ciechu powołała Krzysztofa Szlagę na stanowisko członka zarządu spółki z dniem 12 marca - podał Ciech w komunikacie. W połowie lutego rada nadzorcza Bogdanki odwołała Krzysztofa Szlagę ze stanowiska prezesa tej spółki. Szlaga był w zarządzie Bogdanki od 2013 roku. **(J. Szkopek)**

#### Agora

Kupuj – 2018-01-26  
Cena docelowa: 18,90 PLN

#### Zawarcie umowy inwestycyjnej dot. lokali gastronomicznych

Agora zawarła umowę inwestycyjną z dwoma inwestorami indywidualnymi – Piotrem Grajewskim oraz Piotrem Komórem. Przedmiotem Umowy Inwestycyjnej jest założenie nowej spółki, której będzie opracowanie koncepcji, stworzenie, prowadzenie oraz rozwijanie sieci około 45 punktów gastronomicznych, które będą zlokalizowane w Polsce, w centrach handlowych lub jako samodzielne lokale. Przy zawiązaniu Spółki Helios obejmie 90% udziałów w Spółce i zainwestuje w nią 5 mln PLN. Helios przewiduje, że jego łączna wartość inwestycji w Spółkę nie przekroczy 10 mln PLN. Inwestorzy Indywidualni obejmą łącznie 10% udziałów w Spółce (po 5% każdy). Umowa Inwestycyjna przewiduje możliwość zwiększenia udziału Inwestorów Indywidualnych do 30% łącznie, pod warunkiem spełnienia przez Spółkę ustalonych celów finansowych. **Informacja zgodna z wcześniejszymi raportami bieżącymi od spółki i zamiarami deklarowanymi przez Zarząd. Z/w na niską wysokość deklarowanych nakładów, synergie lokali gastronomicznych z siecią kinową oraz rosnący popyt konsumpcyjny w Polsce, do**

pomysłu podchodzimy optymistycznie. Jednak na moment obecny czekamy z implementacją potencjalnych wpływów finansowych na nasze wyniki (zbyt wczesna faza projektu). (P. Szpigel)

## Rynek miedzi

### Związkowcy z Los Pelambres odrzucają ofertę płacową?

Związkowcy największej organizacji robotniczej (Minera Los Pelambres) zapowiedzieli wczoraj odrzucenie oferty płacy zarządcy kopalni Los Pelambres należącego do chilijskiego koncernu Antofagasta. Związek zawodowy reprezentuje 447 z 800 pracowników kopalni. Według wypowiedzi przewodniczącego związku oferta stanowczo odbiega od oczekiwań pracowników. Głosowanie nad ofertą wynagrodzeń trwa do czwartku, a wyniki zostaną ogłoszone w piątek. **Kopalnia Los Pelambres jest jednym z większych projektów wydobywczych w Chile z roczną produkcją miedzi na poziomie około 400 tys. ton. Więcej na ten temat można znaleźć na stronie: <https://goo.gl/bht2md> (J. Szkopek)**

## Vistula

Równoważ – 2017-02-02

### Dobre wyniki sprzedażowe w II'18

Sprzedaż spółki wzrosła o 11,2% r/r do 50,1 mln PLN w II'18 (+16,7% r/r do 103,8 mln PLN w okresie I-II'18). Sprzedaż w segmencie odzieżowym zwiększyła się o 7% r/r do 25,1 mln PLN w II'18 (+14,5% r/r do 58 mln PLN w okresie I-II'18), a sprzedaż w segmencie jubilerskim wzrosła o 18,5% r/r do 21,8 mln PLN w II'18 (+19,1% r/r do 39,3 mln PLN w okresie I-II'18). Skonsolidowana marża brutto na sprzedaży spółki była niższa o 1p.p. r/r i wyniosła 48,4% w II'18 (-0,7p.p. r/r do 48,4% w okresie I-II'18). Zysk brutto na sprzedaży zwiększył się o 9,3% r/r i wyniósł 24,2 mln PLN w II'18. Według naszych szacunków zysk na sprzedaży spółki wyniósł -1,1 mln PLN w II'18 vs. -0,1 mln PLN w II'17 (przy założeniu 25,4 mln PLN miesięcznych kosztów SG&A w II'18). **Wyniki oceniamy pozytywnie. Spółka nieznacznie pogorszyła wskaźnik sprzedaży/mkw. w segmencie detalicznym (szacujemy -4,4% r/r w II'18) oraz poprawiła w segmencie jubilerskim (szacujemy +20,9% r/r w II'18), pomimo negatywnego wpływu warunków pogodowych. Relatywnie dobre wyniki sprzedażowe zostały okupione spadkiem marży brutto na sprzedaży r/r w II'18. Zwracamy uwagę, że wynik osiągany przez spółkę w okresie styczeń-luty ma niską wagę w całorocznym rezultacie spółki. (P. Bogusz)**

## Wyniki spółek

### Lotos

Redukuj – 2018-03-05  
Cena docelowa: 51,08 PLN

### Oczyszczona EBITDA zgodna z oczekiwaniami

Oczyszczona EBITDA LIFO Lotosu za 4Q'17 wyniosła 753,5 mln PLN i była zgodna z naszymi szacunkami i rynkowym konsensusem. W rozbiciu na segmenty również nie było większych zaskoczeń. W segmencie wydobywczym EBITDA po korekcie o odpisy na niecałe -40 mln PLN wyniosła 217 mln PLN vs zakładane przez nas 214 mln PLN, choć przy 12% wyższym wolumenie, co wskazuje na wzrost kosztów wydobywania. EBITDA LIFO w rafinerii (bez detalu) sięgnęła 517 mln PLN przy naszych prognozach na poziomie 506 mln PLN. Wolumen przerobu był nieznacznie wyższy od założeń (+4%). W detalu pojawiło się lekkie rozczarowanie na oczyszczonym strumieniu EBITDA (30 mln PLN vs zakładane niecałe 40 mln PLN), a dodatkowo raportowany wynik został obciążony odpisami na -29 mln PLN. Saldo na działalności finansowej wyniosło tylko 12 mln PLN, a odchylenie od naszych prognoz to efekt znacznie mniejszych zysków z hedgingu (-12 mln PLN) i ujemnych różnic kursowych (zakładaliśmy +60 mln PLN a było -14 mln PLN). W efekcie zysk netto był niższy od prognoz. Przepływy z operacji sięgnęły 1 mld PLN, co jest pozytywnym zaskoczeniem w kontekście wzrostów cen ropy (mocny wzrost zobowiązań handlowych o 0,5 mld PLN przy stabilnych należnościach, co może wskazywać na krótkoterminowy charakter tych zmian w kapitale obrotowym). Nakłady inwestycyjne sięgnęły 0,3 mld PLN, tak więc po uwzględnieniu silniejszej złotówki dług netto spadł na koniec roku do 2,5 mld PLN. **Podsumowując, wyniki są zgodne z oczekiwaniami i nie oczekujemy większej reakcji rynku. Kluczową kwestią dla notowań będą teraz odczyty makro w sektorze, które póki co nie są wspierające dla tegorocznych wyników. (K. Kliszcz)**

### Skonsolidowane wyniki kwartalne Lotosu w 4Q 2017 na tle konsensusu

| (mln PLN)         | 4Q'17  | 4Q'16  | r/r  | 4Q'17P | różnica | konsensus (mediana) | różnica |
|-------------------|--------|--------|------|--------|---------|---------------------|---------|
| Przychody         | 7020,9 | 6366,1 | 10%  | 6676,6 | 5%      | 6500,0              | 8%      |
| skor. EBITDA LIFO | 753,5  | 858,8  | -12% | 760,3  | -1%     | 766,0               | -2%     |
| efekt LIFO        | 197,5  | 85,9   | -    | 213,2  | -7%     | -                   | -       |
| EBITDA            | 927,6  | 1042,3 | -11% | 979,5  | -5%     | 883,0               | 5%      |
| EBIT              | 722,6  | 734,6  | -2%  | 777,3  | -7%     | 663,0               | 9%      |
| Zysk netto        | 484,7  | 303,5  | 60%  | 594,5  | -18%    | 530,0               | -9%     |

Źródło: Lotos, Dom Maklerski mBanku, PAP

## Skonsolidowane wyniki kwartalne Lotosu w 4Q 2017

| (mln PLN)             | 1Q'16   | 2Q'16   | 3Q'16   | 4Q'16   | 1Q'17   | 2Q'17   | 3Q'17   | 4Q'17   | r/r  | 4Q'17P  | różnica |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|---------|---------|
| Przychody             | 3 935,9 | 4 969,0 | 5 660,0 | 6 366,1 | 5 447,3 | 5 454,9 | 6 262,6 | 7 020,9 | 10%  | 6 676,6 | 5%      |
| EBITDA                | 400,3   | 810,2   | 669,7   | 1 042,3 | 803,1   | 383,5   | 958,6   | 927,6   | -11% | 979,5   | -5%     |
| upstream              | 149,7   | 114,1   | 103,4   | 230,9   | 265,5   | 203,5   | 168,1   | 177,5   | -23% | 214,0   | -17%    |
| rafineria, w tym      | 224,9   | 675,8   | 510,8   | 784,1   | 528,2   | 134,4   | 722,0   | 759,4   | -3%  | 725,9   | 5%      |
| efekt LIFO            | -192,0  | 12,0    | 17,2    | 85,9    | 122,8   | -137,3  | -12,1   | 197,5   | -    | 213,2   | -7%     |
| różnice kursowe       | 2,3     | 7,4     | 14,2    | -21,2   | 6,4     | 0,6     | -15,1   | 3,0     | -    | 6,0     | -50%    |
| detal                 | 16,4    | 28,4    | 56,7    | 25,3    | 20,0    | 42,0    | 61,3    | 1,4     | -    | 39,6    | -96%    |
| pozostałe             | 9,3     | -8,1    | -1,2    | 2,0     | -10,6   | 3,6     | 7,2     | -10,7   | -    | 0,0     | -       |
| EBITDA LIFO skor.     | 546,9   | 546,4   | 641,3   | 858,8   | 681,9   | 690,0   | 924,9   | 753,5   | -12% | 760,3   | -1%     |
| Amortyzacja           | 262,5   | 259,7   | 238,0   | 307,7   | 226,6   | 210,6   | 202,2   | 204,9   | -33% | 202,2   | 1%      |
| EBIT                  | 137,8   | 550,6   | 431,7   | 734,6   | 576,5   | 172,9   | 756,5   | 722,6   | -2%  | 777,3   | -7%     |
| Działalność finansowa | 47,3    | -150,6  | 63,4    | -235,3  | 48,8    | 95,5    | 62,5    | 12,4    | -    | 110,1   | -89%    |
| Zysk brutto           | 185,0   | 399,9   | 495,1   | 499,3   | 625,3   | 268,4   | 819,0   | 735,0   | 47%  | 887,4   | -17%    |
| Zysk netto            | 106,0   | 225,8   | 379,9   | 303,5   | 410,9   | 157,5   | 618,8   | 484,7   | 60%  | 594,5   | -18%    |

## PGE

Akumuluj – 2018-03-05  
Cena docelowa: 12,61 PLN

## Wyniki oczyszczone zgodne z wcześniejszymi szacunkami

Spółka podawała wstępne wyniki już wcześniej, tak więc sam poziom skor. EBITDA nie przynosi niespodzianek, a jedyną różnicą to raportowana EBITDA (1,54 mld PLN vs podane wcześniej 1,49 mld PLN) z uwagi na brak zapowiadanego wcześniej ujemnego wpływu korekty KDT. Ostatecznie saldo zdarzeń jednorazowych wyniosło -50 mln PLN (-42 mln PLN rezerwa rekultywacyjna, -71 mln PLN rezerwy aktuarialne i +57 mln PLN korekta zielonych certyfikatów w ZEDO). Saldo na pozostałej działalności operacyjnej było lekko dodatnie (+12 mln PLN). Wyniki na poszczególnych segmentach były po skorygowaniu o zdarzenia jednorazowe zgodne z podanymi przez Spółkę wstępnymi szacunkami, a głównym źródłem negatywnego zaskoczenia względem naszych pierwotnych prognoz był segment wytwarzania. Powodem tego zaskoczenia nie był tak wcześniej sądziliśmy niższy poziom kosztów aktywowanych (te były 89 mln PLN wyższe r/r), ale fakt niedoszacowania przez nas negatywnego wpływu niższych wolumenów w Bełchatowie. Saldo na działalności finansowej było gorsze od naszych prognoz, głównie z uwagi na odpis obligacji Autostrady Wielkopolskiej na -89 mln PLN. Cash flow operacyjny sięgnął w kwartale 2,7 mld PLN (wpływ rocznej korekty KDT), co po uwzględnieniu capex na poziomie 1,7 mld PLN i rozliczenia transakcji nabycia EDF (4,1 mld PLN) wpłynęło na ostateczny poziom długu netto (7,5 mld PLN na koniec kwartału czyli 1 mld PLN poniżej konsensusu, co zostało wydane się pominięte przez rynek w komunikacie o wstępnych wynikach). W prezentacji Zarząd tradycyjnie odniósł się do perspektyw na rok 2018 i w stosunku do analogicznego slajdu z 3Q'17 zmieniona została perspektywa dla OZE (stabilnie ze wzrost) i dystrybucji (umiarkowany wzrost ze stabilnie), co nie zmienia wiele w kontekście naszych prognoz. Spółka wskazała również że w kontekście rynku mocy analizuje budowę 3 bloków gazowych po 500 MW (wcześniej oficjalnie planowano tylko blok 500 MW w ZEDO) i w ramach inwestycji strategicznych na kolejną dekadę skłania się do budowy 1000 MW mocy wiatrowych na morzu. **Wyniki nie przynoszą większych zaskoczeń. Fakt analizowania budowy kolejnych bloków gazowych może wskazywać, że Spółka nie jest jednak tak negatywnie nastawiona do wyników aukcji mocy jak wynikałoby to z ostatnich warsztatów. Fakt potencjalnego wstawienia do aukcji kolejnych jednostek gazowych (3x500 MW z PGE, 500 MW z Łagiszy Tauronu, być może podobny blok z PAK) kompletnie rozbija biznes model Ostrołęki C, co zwiększa szanse na racjonalne przemodelowanie tego projektu przez ENG/ENA. Deklaracja uruchomienia projektów wiatrowych na morzu w kontekście formuły aukcyjnej nowego systemu wsparcia OZE, nie niesie naszym zdaniem większych zagrożeń dla Spółki i rynek raczej nie powinien reagować na to negatywnie, szczególnie w kontekście wczorajszej reakcji na komunikat Polenergii. (K. Kliszcz)**

### Skonsolidowane wyniki kwartalne PGE w 4Q 2017

| (mln PLN)        | 2Q'16   | 3Q'16   | 4Q'16   | 1Q'17   | 2Q 17   | 3Q 17   | 4Q 17   | r/r   | 4Q'17P  | różnica |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|---------|---------|
| Przychody        | 6 533,0 | 6 897,0 | 7 529,0 | 5 741,0 | 4 879,0 | 6 073,0 | 6 407,0 | -15%  | 6 799,5 | -6%     |
| skor. EBITDA     | 1 318,0 | 1 492,0 | 1 751,0 | 1 881,0 | 1 485,0 | 1 521,0 | 1 592,0 | -9%   | 1 708,1 | -7%     |
| EBITDA           | 1 321,0 | 1 643,0 | 2 590,0 | 1 949,0 | 1 496,0 | 2 661,0 | 1 544,0 | -40%  | 1 608,1 | -4%     |
| wytwarzanie      | 568,0   | 878,0   | 1 736,0 | 992,0   | 620,0   | 1 789,0 | 698,0   | -60%  | 731,4   | -5%     |
| OZE              | 91,0    | 51,0    | 109,0   | 91,0    | 78,0    | 70,0    | 125,0   | 15%   | 123,2   | 1%      |
| dystrybucja      | 562,0   | 568,0   | 545,0   | 618,0   | 604,0   | 585,0   | 526,0   | -3%   | 556,8   | -6%     |
| obróć            | 69,0    | 112,0   | 180,0   | 243,0   | 179,0   | 192,0   | 197,0   | 9%    | 166,7   | 18%     |
| pozostałe        | 31,0    | 34,0    | 20,0    | 5,0     | 15,0    | 25,0    | -2,0    | -     | 30,0    | -       |
| EBIT             | -171,0  | 895,0   | 1 665,0 | 1 201,0 | 731,0   | 1 883,0 | -195,0  | -112% | 21,1    | -       |
| Dział. finansowa | -149,0  | -66,0   | 25,0    | -54,0   | -67,0   | -70,0   | -139,0  | -     | -48,0   | -       |
| Zysk netto       | -324,0  | 656,0   | 1 366,0 | 964,0   | 533,0   | 1 463,0 | -300,0  | -122% | -21,8   | -       |

Źródło: PGE Dom Maklerski mBanku, PAP

### Asseco BS

Równoważ – 2018-02-02

### Wyniki za 4Q'17 powyżej oczekiwań: wysoka rentowność rynku polskiego

Asseco Business Solutions zaraportowało wyniki wyższe od naszych oczekiwań o 10,5% i 15,0% na linii EBITDA/ zysk netto oraz wyższe od konsensusu rynkowego o 12,8%/17,6% na linii EBITDA/ zysk netto. Przychody wyniosły 68,7 mln PLN. Główna różnica z oczekiwaniami, wynika z wysokości wygenerowanego w 4Q'17 zysku brutto na sprzedaży. Wyniósł on 32,8 mln PLN (vs. 30,8 mln PLN oczekiwania), co implikuje rentowność zysku rzędu 47,7% vs. 47,7% oczekiwania. Wyższa marża wynika z rynku polskiego, co jest dla nas zaskakujące. De facto, obroty na rynkach zagranicznych wyniosły w 4Q'17 6,1 mln PLN i były płaskie R/R. Koszty SG&A WYNIOSŁY 11,8 mln PLN (vs. 12,0 mln PLN oczekiwania). Poziom kosztów finansowych netto: 0,1 mln PLN vs. 0,6 mln PLN oczekiwania – dodatkowo podbił linię zysku netto. CFO w 4Q'17 rzędu 27,7 mln PLN jest imponujący. **Podsumowując, ABS zaraportowało zestaw mocnych wyników za 4Q'17 przez wysoką rentowność rynku polskiego. Całość opieczetowana wysokim CFO. Oczekujemy pozytywnej reakcji na wyniki. (P. Szpigel)**

### Skonsolidowane wyniki kwartalne Asseco BS w 4Q 2017

| (mln PLN)    | 4Q'17 | 4Q'16 | zmiana | 4Q'17P | różnica | konsensus (mediana) | różnica | 2017P | 2016  | zmiana |
|--------------|-------|-------|--------|--------|---------|---------------------|---------|-------|-------|--------|
| Przychody    | 68,7  | 46,2  | 48,6%  | 68,9   | -0,3%   | 62,9                | 9,2%    | 212,8 | 168,8 | 26,1%  |
| EBITDA       | 25,4  | 17,2  | 47,4%  | 23,0   | 10,5%   | 22,5                | 12,8%   | 76,3  | 62,6  | 22,0%  |
| marża EBITDA | 37,0% | 37,2% | -      | 33,3%  | -       | 35,8%               | -       | 0,0%  | 0,0%  | -      |
| EBIT         | 20,9  | 14,5  | 44,3%  | 18,8   | 11,3%   | 18,1                | 15,3%   | 62,2  | 51,6  | 20,6%  |
| Zysk brutto  | 20,8  | 14,6  | 42,1%  | 18,2   | 14,4%   | -                   | -       | 62,0  | 52,5  | 18,1%  |
| Zysk netto   | 16,9  | 12,0  | 41,6%  | 14,7   | 15,0%   | 14,4                | 17,6%   | 50,1  | 42,4  | 18,1%  |

Źródło: Asseco BS, Dom Maklerski mBanku, PAP

### Dom Development

Kupuj – 2018-02-02

Cena docelowa: 103,00 PLN

### 4Q'17: wyniki zbliżone do oczekiwań

W 4Q'17 Dom Development miał wypracować ponad 60% całorocznego zysku netto i cel ten został osiągnięty. Wyniki były zgodne z naszymi oczekiwaniami i jednocześnie o 4% wyższe od rynkowego konsensusu. Pewnym zaskoczeniem jest struktura wyników. Spółka osiągnęła wyższą od naszych przewidywań marżę brutto ze sprzedaży (27,9% vs. prognoza: 25,4%), co przy tej skali przychodów przełożyło się na 17 mln PLN wyższy zysk. Jednocześnie spółka zaraportowała znacznie wyższe koszty zarządu (30 mln PLN, +54% r/r) oraz wysokie pozostałe koszty operacyjne (7 mln PLN), stąd na poziomie operacyjnym nie zaobserwowaliśmy istotnych odchyleń od naszej prognozy. Dług netto wyniósł na koniec roku 64 mln PLN (bez zmian względem końca września). Wskaźnik zadłużenia netto do kapitału własnego pozostaje na bardzo niskim poziomie 6%. **Podsumowując, wyniki za 4Q'17 interpretujemy neutralnie. Wyniki za 4Q wspierają nasze prognozy wzrostu zysku spółki w 2018 r. (P. Zybała)**

### Skonsolidowane wyniki kwartalne Dom Development w 4Q 2017

| (mln PLN)                | 4Q'17 | 4Q'16 | zmiana | 4Q'17P | różnica | Kons. | różnica | 2017    | 2016    | zmiana |
|--------------------------|-------|-------|--------|--------|---------|-------|---------|---------|---------|--------|
| Przychody                | 724,0 | 567,1 | 27,7%  | 727,9  | -0,5%   | 667,7 | 8,4%    | 1 404,7 | 1 153,0 | 21,8%  |
| Zysk brutto na sprzedaży | 201,8 | 141,8 | 42,3%  | 184,9  | 9,1%    |       |         | 385,7   | 271,1   | 42,3%  |
| marża                    | 27,9% | 25,0% | -      | 25,4%  | -       |       |         | 27,5%   | 23,5%   | -      |
| EBIT                     | 145,7 | 105,0 | 38,7%  | 144,8  | 0,6%    | 139,6 | 4,4%    | 235,4   | 156,6   | 50,3%  |
| Zysk brutto              | 146,1 | 105,5 | 38,5%  | 144,0  | 1,5%    |       |         | 236,2   | 155,9   | 51,5%  |
| Zysk netto               | 116,7 | 85,3  | 36,8%  | 116,6  | 0,1%    | 112,5 | 3,7%    | 190,7   | 125,7   | 51,8%  |

Źródło: Dom Development, Dom Maklerski mBanku, PAP

## Pozostałe wiadomości ze spółek

|                           |                                                                                                                                                                                                                                                         |
|---------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Alior Bank</b>         | Konferencja z zarządem:<br>- Alior Bank uruchomił platformę pośrednictwa finansowego online Bancovo<br>- liczy, że do końca '18 liczba partnerów platformy wzrośnie do 12-14 firm, a w '20 za jej pośrednictwem sprzedanych zostanie 3 mld PLN kredytów |
| <b>Awbud</b>              | Budowlany Awbud zawarł z firmą Adgar BC III ugodę, na podstawie której otrzyma 3 mln PLN plus VAT za roboty podstawowe i dodatkowe oraz 3 mln PLN zatrzymane w ramach kaucji.                                                                           |
| <b>Cloud Technologies</b> | Wywiad z prezesem:<br>- Cloud Technologies pracuje nad prospektem emisyjnym, chce przejść na rynek główny<br>- spółka skupi się na rozwoju organicznym, ale nie wyklucza przy tym akwizycji<br>- firma jest przygotowana do wejścia rozporządzenia RODO |
| <b>Energetyka</b>         | Tchorzewski, ME: Projekt noweli ustawy o OZE korzystny dla energetyki odnawialnej.                                                                                                                                                                      |
| <b>GPW</b>                | GPW i PFR złożyły ofertę zakupu 71,7 proc. udziałów w Tel Aviv Stock Exchange.                                                                                                                                                                          |
| <b>Indata</b>             | BGŻ BNP Paribas żąda od Indaty zapłaty wierzytelności w kwocie 4,75 mln PLN.                                                                                                                                                                            |
| <b>Kancelaria Medius</b>  | Kancelaria Medius kupiła na rynku hiszpańskim portfel wierzytelności o wartości nominalnej 38,8 mln PLN.                                                                                                                                                |
| <b>Orbis</b>              | Walne zgromadzenie Orbisu zdecyduje 4 kwietnia o sprzedaży dwóch hoteli w Polsce, w województwie śląskim. Łączna cena sprzedaży to 8,1 mln PLN.                                                                                                         |
| <b>PKO BP</b>             | Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju zainwestował 133 mln PLN w obligacje podporządkowane PKO BP.                                                                                                                                                         |
| <b>Simple</b>             | Grupa Simple posiada portfel zamówień o wartości ponad 26 mln PLN.                                                                                                                                                                                      |

## Kalendarium spółek

| Data         | Spółka          | Wydarzenie                                                                           |
|--------------|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 7 mar 10:00  | PGE             | Konferencja po wynikach 4Q'17                                                        |
| 7 mar 11:00  | Dom Development | Spotkania z Zarządem (Hotel Westin, Warszawa)                                        |
| 7 mar 13:00  | Lotos           | Telekonferencja wynikowa 4Q'17 (+48 225 839 021 PIN: 03580454#)                      |
| 7 mar        | PGE             | Spotkania z Zarządem (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja     |
| 8 mar        | PGE             | Spotkania z Zarządem (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja     |
| 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 12:00  | Stalexport      | Telekonferencja z Zarządem (konferencja-stalexport.pl) - marta.dobrzanska@imagopr.pl |
| 8 mar        | AmRest          | Publikacja wyników za 2017 rok                                                       |
| 9 mar 11:00  | Mennica Polska  | Konferencja wynikowa 2017 (ATRIUM IBC, Al. Jana Pawła II 23, Warszawa)               |
| 12 mar       | JSW             | Publikacja wyników za 2017 rok                                                       |
| 12 mar       | PKO BP          | Publikacja wyników za 2017 rok                                                       |
| 13 mar       | Tauron          | Publikacja wyników 4Q'17                                                             |
| 13 mar       | JSW             | Spotkania z Zarządem (GPW, ul. Książęca 4, Warszawa)                                 |
| 14 mar       | JWC             | Publikacja wyników za 2017 rok                                                       |
| 14 mar       | LPP             | Publikacja wyników za 2017 rok                                                       |
| 14 mar       | PGNiG           | Publikacja wyników 4Q'17                                                             |
| 14 mar 13:00 | Tauron          | Konferencja wynikowa 2017 (Hotel Marriott, Warszawa)                                 |
| 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

### 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         |
|       | 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         |

### Czwartek, 8 marca 2018

| Czas  | Region  | Dane                         | Okres   | Prognoza             | Poprzednia wartość |
|-------|---------|------------------------------|---------|----------------------|--------------------|
| 00:50 | Japonia | Bilans obrotów kapitałowych  | Styczeń |                      | -18,70 mld         |
| 00:50 | Japonia | Bilans obrotów bieżących     | Styczeń |                      | 797,20 mld         |
| 00:50 | Japonia | Bilans obrotów finansowych   | Styczeń |                      | 1885,10 mld        |
| 08:00 | Niemcy  | Zamówienia w przemyśle       | Styczeń | 3,80% m/m; 7,50% r/r |                    |
| 08:45 | Francja | Indeks sentymentu w biznesie | Luty    |                      | 105                |
| 13:45 | UE      | Stopa procentowa             |         |                      | 0,00%              |
| 21:00 | USA     | Kredyt konsumencki           | Styczeń |                      | 18,40 mld          |
|       | Japonia | Stopa procentowa             |         |                      | -0,10%             |

### Piątek, 9 marca 2018

| Czas  | Region  | Dane                 | Okres   | Prognoza | Poprzednia wartość   |
|-------|---------|----------------------|---------|----------|----------------------|
| 00:50 | Japonia | Podaż pieniądza M3   | Luty    |          | 2,90% r/r            |
| 02:30 | Chiny   | CPI                  | Luty    |          | 1,50% r/r            |
| 02:30 | Chiny   | PPI                  | Luty    |          | 4,30% r/r            |
| 16:00 | USA     | Sprzedaż hurtowników | Styczeń |          | 9,10% r/r; 9,10% r/r |

### Wtorek, 13 marca 2018

| Czas  | Region  | Dane                                         | Okres      | Prognoza | Poprzednia wartość |
|-------|---------|----------------------------------------------|------------|----------|--------------------|
| 06:30 | Francja | Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym | IV kwartał |          | 44,50 tys. k/k     |
|       | Chiny   | Produkcja przemysłowa                        | Styczeń    |          | 6,20% r/r          |
|       | Chiny   | Sprzedaż detaliczna                          | Styczeń    |          | 9,40% r/r          |



## Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

| Spółka                            | Rekomendacja | Data wydania | Cena w dniu wydania | Cena docelowa | Cena bieżąca | Potencjał zmiany | P/E 2017 | P/E 2018 | EV/EBITDA 2017 | EV/EBITDA 2018 |
|-----------------------------------|--------------|--------------|---------------------|---------------|--------------|------------------|----------|----------|----------------|----------------|
| <b>Finanse</b>                    |              |              |                     |               |              |                  |          |          |                |                |
| Alior Bank                        | kupuj        | 2018-02-01   | 85,50               | 109,00        | 80,30        | +10,3%           | 13,9     | 12,0     |                |                |
| BZ WBK                            | kupuj        | 2018-03-05   | 357,80              | 430,00        | 372,60       | +15,4%           | 16,7     | 14,6     |                |                |
| Getin Noble Bank                  | trzymaj      | 2018-03-05   | 1,45                | 1,50          | 1,43         | +4,9%            | -        | -        |                |                |
| Handlowy                          | akumuluj     | 2018-02-01   | 84,70               | 94,00         | 82,60        | +13,8%           | 20,2     | 17,1     |                |                |
| ING BSK                           | akumuluj     | 2018-03-05   | 198,00              | 212,00        | 197,60       | +7,3%            | 18,3     | 16,3     |                |                |
| Millennium                        | sprzedaj     | 2018-02-01   | 9,59                | 7,00          | 8,62         | -18,8%           | 15,4     | 14,5     |                |                |
| Pekao                             | kupuj        | 2018-02-01   | 135,90              | 157,00        | 131,40       | +19,5%           | 13,9     | 15,8     |                |                |
| PKO BP                            | redukuj      | 2018-03-05   | 42,20               | 38,00         | 42,59        | -10,8%           | 16,9     | 16,1     |                |                |
| Komercni Banka                    | kupuj        | 2017-12-01   | 899,00              | 1 111 CZK     | 924,50       | +20,2%           | 11,7     | 11,8     |                |                |
| Erste Bank                        | trzymaj      | 2018-02-02   | 40,64               | 40,00 EUR     | 41,90        | -4,5%            | 13,7     | 12,8     |                |                |
| OTP Bank                          | akumuluj     | 2018-02-02   | 11 560              | 12 090 HUF    | 11 220       | +7,8%            | 10,7     | 11,4     |                |                |
| PZU                               | kupuj        | 2018-03-05   | 41,55               | 50,58         | 41,99        | +20,5%           | 13,5     | 10,8     |                |                |
| GetBack                           | kupuj        | 2017-11-30   | 23,00               | 33,38         | 11,74        | +184,3%          | 4,0      | 3,2      |                |                |
| Kruk                              | kupuj        | 2018-02-02   | 222,20              | 300,94        | 226,40       | +32,9%           | 14,1     | 12,0     |                |                |
| Prime Car Management              | kupuj        | 2018-02-02   | 28,80               | 35,30         | 27,10        | +30,3%           | 8,4      | 7,4      |                |                |
| Skarbiec Holding                  | kupuj        | 2018-02-02   | 30,60               | 56,30         | 31,50        | +78,7%           | 9,1      | 7,6      |                |                |
| <b>Chemia</b>                     |              |              |                     |               |              |                  |          |          |                |                |
| Ciech                             | kupuj        | 2018-03-05   | 55,90               | 85,87         | 55,90        | +53,6%           | 7,7      | 7,6      | 5,0            | 4,8            |
| Grupa Azoty                       | trzymaj      | 2018-03-05   | 56,55               | 67,13         | 56,40        | +19,0%           | 10,8     | 13,3     | 5,5            | 6,0            |
| Polwax                            | kupuj        | 2018-02-02   | 11,05               | 18,80         | 10,95        | +71,7%           | 6,6      | 5,7      | 5,0            | 6,4            |
| <b>Paliwa</b>                     |              |              |                     |               |              |                  |          |          |                |                |
| Lotos                             | redukuj      | 2018-03-05   | 56,30               | 51,08         | 56,02        | -8,8%            | 5,8      | 13,0     | 4,3            | 6,2            |
| MOL                               | trzymaj      | 2018-03-05   | 2 718               | 3 027 HUF     | 2 876        | +5,3%            | 7,0      | 10,7     | 4,3            | 4,7            |
| PGNiG                             | kupuj        | 2018-03-05   | 5,98                | 7,51          | 5,93         | +26,6%           | 11,7     | 8,3      | 5,3            | 4,1            |
| PKN Orlen                         | sprzedaj     | 2018-03-05   | 95,20               | 80,55         | 94,00        | -14,3%           | 6,0      | 13,4     | 4,0            | 7,4            |
| <b>Energetyka</b>                 |              |              |                     |               |              |                  |          |          |                |                |
| CEZ                               | trzymaj      | 2018-03-05   | 495,00              | 506,40 CZK    | 497,60       | +1,8%            | 14,0     | 16,7     | 7,6            | 7,4            |
| Enea                              | kupuj        | 2018-03-05   | 10,36               | 12,11         | 10,00        | +21,1%           | 4,1      | 5,3      | 4,2            | 4,2            |
| Energa                            | kupuj        | 2018-03-05   | 10,11               | 14,71         | 10,00        | +47,1%           | 5,0      | 5,1      | 4,0            | 3,8            |
| PGE                               | kupuj        | 2018-03-05   | 10,28               | 12,61         | 10,06        | +25,3%           | 7,1      | 6,4      | 3,6            | 3,9            |
| Tauron                            | trzymaj      | 2018-03-05   | 2,69                | 2,98          | 2,60         | +14,6%           | 3,3      | 4,1      | 3,9            | 4,6            |
| <b>Telekomunikacja, media, IT</b> |              |              |                     |               |              |                  |          |          |                |                |
| Netia                             | redukuj      | 2018-02-02   | 5,30                | 4,60          | 5,30         | -13,2%           | 45,4     | 48,2     | 5,4            | 6,1            |
| Orange Polska                     | kupuj        | 2017-12-12   | 5,39                | 7,30          | 5,73         | +27,4%           | -        | 25,1     | 5,0            | 4,7            |
| Play                              | trzymaj      | 2018-01-25   | 33,20               | 34,70         | 33,02        | +5,1%            | 21,6     | 9,1      | 8,0            | 6,3            |
| Agora                             | kupuj        | 2018-01-26   | 13,15               | 18,90         | 13,95        | +35,5%           | -        | 26,5     | 21,0           | 4,8            |
| Cyfrowy Polsat                    | akumuluj     | 2018-03-05   | 22,80               | 24,90         | 22,84        | +9,0%            | 13,8     | 11,7     | 7,5            | 6,6            |
| Wirtualna Polska                  | akumuluj     | 2018-02-02   | 51,80               | 56,10         | 53,00        | +5,8%            | 38,3     | 20,9     | 13,7           | 10,9           |
| Asseco Poland                     | redukuj      | 2018-02-02   | 45,62               | 44,00         | 45,92        | -4,2%            | 6,4      | 15,3     | 7,9            | 7,0            |
| CD Projekt                        | sprzedaj     | 2018-02-02   | 115,00              | 90,00         | 103,60       | -13,1%           | 50,4     | 76,1     | 40,4           | 59,7           |
| Comarch                           | trzymaj      | 2018-03-05   | 155,00              | 166,50        | 150,00       | +11,0%           | 28,3     | 21,6     | 12,7           | 8,5            |
| <b>Przemysł, surowce</b>          |              |              |                     |               |              |                  |          |          |                |                |
| Famur                             | kupuj        | 2018-03-05   | 6,10                | 7,28          | 6,06         | +20,1%           | 69,9     | 18,2     | 12,3           | 8,1            |
| Grupa Kęty                        | trzymaj      | 2018-03-05   | 352,50              | 379,66        | 355,50       | +6,8%            | 13,4     | 13,0     | 9,1            | 8,5            |
| JSW                               | kupuj        | 2018-03-05   | 92,80               | 120,71        | 97,64        | +23,6%           | 5,3      | 5,1      | 2,8            | 2,3            |
| Kemel                             | trzymaj      | 2018-03-05   | 48,80               | 53,46         | 48,60        | +10,0%           | 6,6      | 11,3     | 5,3            | 7,4            |
| KGHM                              | akumuluj     | 2018-03-05   | 102,50              | 122,81        | 106,20       | +15,6%           | 6,9      | 6,1      | 6,3            | 4,0            |
| Stelmet                           | kupuj        | 2018-03-05   | 17,15               | 27,72         | 18,45        | +50,2%           | 27,9     | 13,0     | 12,6           | 8,2            |
| <b>Budownictwo</b>                |              |              |                     |               |              |                  |          |          |                |                |
| Budimex                           | kupuj        | 2018-02-02   | 197,80              | 246,00        | 207,50       | +18,6%           | 11,4     | 13,4     | 5,0            | 7,2            |
| Elektrobudowa                     | kupuj        | 2018-02-02   | 81,20               | 113,00        | 88,00        | +28,4%           | 6,9      | 10,2     | 3,6            | 5,1            |
| Erbud                             | kupuj        | 2018-03-05   | 21,30               | 29,40         | 21,90        | +34,2%           | 10,7     | 9,1      | 4,0            | 4,9            |
| Unibep                            | kupuj        | 2018-02-02   | 8,60                | 10,80         | 8,16         | +32,4%           | 11,3     | 9,2      | 9,0            | 6,5            |
| <b>Deweloperzy</b>                |              |              |                     |               |              |                  |          |          |                |                |
| Atal                              | akumuluj     | 2018-02-02   | 42,40               | 49,20         | 43,50        | +13,1%           | 9,4      | 8,8      | 8,2            | 7,8            |
| Capital Park                      | kupuj        | 2018-02-02   | 5,95                | 8,42          | 5,80         | +45,2%           | -        | 11,5     | -              | 17,8           |
| Dom Development                   | kupuj        | 2018-02-02   | 82,00               | 103,00        | 84,40        | +22,0%           | 11,0     | 8,7      | 9,2            | 7,1            |
| Echo                              | kupuj        | 2018-02-02   | 5,05                | 6,31          | 5,09         | +24,0%           | 6,9      | 6,9      | 12,4           | 8,3            |
| GTC                               | akumuluj     | 2018-03-05   | 8,64                | 9,70          | 8,66         | +12,0%           | 6,6      | 10,6     | 8,9            | 14,7           |
| LC Corp                           | kupuj        | 2018-02-02   | 3,10                | 3,74          | 2,79         | +34,1%           | 11,5     | 6,8      | 16,5           | 8,6            |
| <b>Handel</b>                     |              |              |                     |               |              |                  |          |          |                |                |
| AmRest                            | trzymaj      | 2018-02-02   | 425,00              | 407,00        | 440,00       | -7,5%            | 52,6     | 41,8     | 17,6           | 14,1           |
| CCC                               | kupuj        | 2018-03-05   | 243,00              | 286,00        | 247,00       | +15,8%           | 33,3     | 25,0     | 19,8           | 15,8           |
| Dino                              | kupuj        | 2018-02-02   | 85,00               | 95,40         | 85,00        | +12,2%           | 39,8     | 28,1     | 23,4           | 17,4           |
| Eurocash                          | kupuj        | 2018-03-05   | 21,99               | 31,10         | 23,20        | +34,1%           | -        | 24,4     | 14,9           | 7,9            |
| Jeronimo Martins                  | akumuluj     | 2018-03-05   | 15,17               | 16,90 EUR     | 15,08        | +12,1%           | 24,5     | 19,7     | 10,4           | 8,7            |
| LPP                               | akumuluj     | 2018-03-05   | 8 620               | 9 500         | 8 930        | +6,4%            | 37,3     | 24,3     | 18,8           | 14,2           |
| TXM                               | kupuj        | 2018-02-02   | 2,36                | 5,41          | 2,34         | +131,2%          | -        | 13,1     | -              | 6,8            |
| <b>Inne</b>                       |              |              |                     |               |              |                  |          |          |                |                |
| PBKM                              | trzymaj      | 2018-02-02   | 73,00               | 76,00         | 71,80        | +5,8%            | 11,7     | 10,5     | 7,7            | 7,0            |

## 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 | 7,7       | 6,6  |
| Ailleron           | równoważ       | 2018-01-30   | 17,60               | 16,80        | -4,5%                  | 23,4 | 19,9 | 12,1      | 9,5  |
| 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               | 12,80        | -3,4%                  | 12,4 | 12,0 | 5,7       | 5,3  |
| Atende             | przeważaj      | 2018-01-30   | 4,85                | 4,49         | -7,4%                  | 14,1 | 11,6 | 7,5       | 6,6  |
| 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 | 8,2       | 6,7  |
| Alumetal           | równoważ       | 2017-07-31   | 46,99               | 52,50        | +11,7%                 | 12,6 | 11,3 | 9,6       | 8,5  |
| Amica              | przeważaj      | 2018-01-05   | 130,00              | 139,40       | +7,2%                  | 7,4  | 7,5  | 6,9       | 6,0  |
| Apator             | równoważ       | 2018-02-28   | 24,00               | 24,00        | +0,0%                  | 15,3 | 12,4 | 8,4       | 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                | 2,03         | -20,4%                 | 9,3  | 6,2  | 6,9       | 5,3  |
| Ergis              | równoważ       | 2018-01-29   | 4,77                | 4,26         | -10,7%                 | 8,2  | 8,0  | 5,8       | 5,5  |
| Forte              | równoważ       | 2018-02-02   | 43,00               | 55,60        | +29,3%                 | 19,8 | 14,6 | 14,5      | 11,2 |
| Kruszwica          | równoważ       | 2017-03-29   | 63,50               | 73,00        | +15,0%                 | 28,1 | 23,4 | 14,5      | 12,5 |
| Mangata            | równoważ       | 2016-10-26   | 112,55              | 97,80        | -13,1%                 | 14,4 | 12,7 | 8,2       | 7,4  |
| Pfleiderer Group   | przeważaj      | 2017-11-08   | 36,65               | 37,65        | +2,7%                  | 42,0 | 17,5 | 7,4       | 5,8  |
| Pozbud             | przeważaj      | 2017-11-13   | 2,98                | 3,92         | +31,5%                 | 15,1 | 7,0  | 10,3      | 5,8  |
| Tarczyński         | równoważ       | 2018-01-29   | 13,05               | 13,85        | +6,1%                  | 9,2  | 10,0 | 5,5       | 5,7  |
| Budownictwo        |                |              |                     |              |                        | 21,0 | 12,6 | 8,3       | 5,4  |
| Elektrotim         | przeważaj      | 2017-11-16   | 7,61                | 8,90         | +17,0%                 | 22,5 | 10,2 | 8,0       | 5,1  |
| Herkules           | równoważ       | 2018-01-25   | 3,67                | 3,45         | -6,0%                  | 51,5 | 11,5 | 8,7       | 5,7  |
| Torpol             | równoważ       | 2018-02-02   | 7,98                | 7,78         | -2,5%                  | -    | 12,2 | 18,4      | 5,0  |
| Trakcja            | równoważ       | 2018-02-02   | 7,24                | 7,17         | -1,0%                  | 13,0 | 17,8 | 5,2       | 6,8  |
| Ulma               | równoważ       | 2017-11-27   | 73,90               | 63,50        | -14,1%                 | 19,6 | 13,0 | 3,9       | 3,7  |
| ZUE                | równoważ       | 2018-02-02   | 6,18                | 6,26         | +1,3%                  | -    | 17,5 | 10,6      | 8,0  |
| Deweloperzy        |                |              |                     |              |                        | 14,4 | 7,6  | 14,5      | 8,7  |
| Archicom           | przeważaj      | 2018-01-25   | 15,75               | 15,80        | +0,3%                  | 7,3  | 7,4  | 6,8       | 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               | 16,00        | +7,4%                  | 14,4 | 4,4  | 19,9      | 5,3  |
| JWC                | równoważ       | 2018-01-25   | 4,41                | 4,32         | -2,0%                  | 14,9 | 7,8  | 10,6      | 7,0  |
| Lokum Deweloper    | przeważaj      | 2018-01-25   | 18,00               | 17,80        | -1,1%                  | 7,5  | 6,0  | 6,9       | 5,3  |
| PA Nova            | równoważ       | 2018-02-28   | 23,30               | 23,30        | +0,0%                  | 9,1  | 7,0  | 14,5      | 10,3 |
| Polnord            | równoważ       | 2018-02-02   | 10,50               | 8,67         | -17,4%                 | 37,4 | 14,3 | 33,4      | 33,1 |
| Ronson             | niedoważaj     | 2018-02-02   | 1,45                | 1,40         | -3,4%                  | 22,4 | 12,9 | 21,1      | 14,8 |
| Handel             |                |              |                     |              |                        | 18,7 | 14,1 | 11,4      | 8,5  |
| Bytom              | przeważaj      | 2017-11-28   | 2,50                | 3,08         | +23,2%                 | 18,7 | 14,0 | 11,7      | 8,7  |
| 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                | 9,78         | +19,1%                 | 16,8 | 12,3 | 9,0       | 6,8  |
| Vistula            | równoważ       | 2018-02-02   | 5,16                | 4,82         | -6,6%                  | 19,2 | 14,2 | 11,8      | 9,2  |



## Wycena banków z Europy środkowej i wschodniej (2018-03-06)

|                                   | Cena   | 2016        | P/E<br>2017 | 2018        | 2016       | ROE<br>2017 | 2018       | 2016       | P/BV<br>2017 | 2018       | 2016        | DY<br>2017  | 2018        |
|-----------------------------------|--------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|--------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>POLSKIE BANKI</b>              |        |             |             |             |            |             |            |            |              |            |             |             |             |
| Alior Bank                        | 80,30  | 13,1        | 20,1        | 11,0        | 13%        | 8%          | 13%        | 1,7        | 1,5          | 1,3        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| BZ WBK                            | 372,60 | 17,1        | 16,7        | 14,6        | 11%        | 11%         | 10%        | 1,9        | 1,7          | 1,4        | 5,7%        | 1,4%        | 1,8%        |
| Getin Noble Bank                  | 1,43   | -           | -           | -           | -1%        | -6%         | -2%        | 0,2        | 0,3          | 0,3        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Handlowy                          | 82,60  | 17,9        | 20,2        | 17,1        | 9%         | 8%          | 9%         | 1,6        | 1,6          | 1,5        | 5,7%        | 5,6%        | 5,0%        |
| ING BSK                           | 197,60 | 20,5        | 18,3        | 16,3        | 12%        | 13%         | 13%        | 2,5        | 2,2          | 1,9        | 2,2%        | 0,0%        | 1,6%        |
| Millennium                        | 8,62   | 14,9        | 15,4        | 14,5        | 10%        | 9%          | 9%         | 1,5        | 1,3          | 1,2        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Pekao                             | 131,40 | 15,1        | 13,9        | 15,8        | 10%        | 11%         | 9%         | 1,5        | 1,5          | 1,5        | 6,6%        | 6,6%        | 6,1%        |
| PKO BP                            | 42,59  | 18,5        | 16,9        | 16,1        | 9%         | 9%          | 9%         | 1,6        | 1,5          | 1,3        | 0,0%        | 0,0%        | 1,5%        |
| <b>Mediana</b>                    |        | <b>17,1</b> | <b>16,9</b> | <b>15,8</b> | <b>10%</b> | <b>9%</b>   | <b>9%</b>  | <b>1,6</b> | <b>1,5</b>   | <b>1,3</b> | <b>1,1%</b> | <b>0,0%</b> | <b>1,6%</b> |
| <b>INWESTORZY POLSKICH BANKÓW</b> |        |             |             |             |            |             |            |            |              |            |             |             |             |
| BCP                               | 0,295  | -           | 26,9        | 13,4        | -1%        | 5%          | 6%         | 0,6        | 0,7          | 0,7        | 0,0%        | 0,0%        | 0,7%        |
| Citigroup                         | 74,060 | 15,7        | 14,2        | 11,6        | 6%         | 6%          | 8%         | 1,0        | 1,0          | 0,9        | 0,6%        | 1,3%        | 2,0%        |
| Commerzbank                       | 12,238 | 19,8        | 33,4        | 16,7        | 2%         | 1%          | 3%         | 0,5        | 0,5          | 0,5        | 0,0%        | 0,0%        | 0,7%        |
| ING                               | 14,316 | 12,3        | 10,8        | 10,6        | 9%         | 10%         | 10%        | 1,1        | 1,1          | 1,0        | 4,7%        | 4,8%        | 5,1%        |
| KBC                               | 74,840 | 14,1        | 12,3        | 13,0        | 15%        | 15%         | 13%        | 2,0        | 1,8          | 1,7        | 3,9%        | 4,1%        | 4,3%        |
| UCI                               | 16,876 | -           | 12,0        | 11,1        | -13%       | 10%         | 6%         | 0,4        | 0,7          | 0,7        | 0,0%        | 1,7%        | 2,2%        |
| <b>Mediana</b>                    |        | <b>14,9</b> | <b>13,2</b> | <b>12,3</b> | <b>4%</b>  | <b>8%</b>   | <b>7%</b>  | <b>0,8</b> | <b>0,9</b>   | <b>0,8</b> | <b>0,3%</b> | <b>1,5%</b> | <b>2,1%</b> |
| <b>ZAGRANICZNE BANKI</b>          |        |             |             |             |            |             |            |            |              |            |             |             |             |
| Erste Bank*                       | 41,90  | 14,2        | 13,7        | 12,8        | 11%        | 10%         | 9%         | 1,4        | 1,3          | 1,1        | 1,2%        | 2,4%        | 2,9%        |
| Komerční Banka*                   | 924,50 | 12,8        | 11,7        | 11,8        | 13%        | 15%         | 14%        | 1,7        | 1,8          | 1,5        | 6,7%        | 4,3%        | 5,1%        |
| OTP*                              | 11 220 | 14,8        | 10,7        | 11,4        | 15%        | 18%         | 15%        | 2,1        | 1,8          | 1,7        | 1,5%        | 1,8%        | 2,3%        |
| Banco Santander                   | 5,45   | 12,9        | 12,1        | 10,6        | 7%         | 8%          | 9%         | 0,9        | 0,9          | 0,8        | 3,6%        | 3,8%        | 4,0%        |
| Deutsche Bank                     | 12,91  | 12,0        | 15,0        | 9,8         | -3%        | 2%          | 4%         | 0,3        | 0,4          | 0,4        | 0,0%        | 0,9%        | 2,9%        |
| Sberbank                          | 274,03 | 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   | 17,7        | 8,8         | 6,6         | 4%         | 7%          | 11%        | 0,6        | 0,6          | 0,6        | 1,9%        | 1,9%        | 3,8%        |
| Piraeus Bank                      | 3,50   | -           | -           | 16,5        | 0%         | -1%         | 2%         | 0,2        | 0,2          | 0,2        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Alpha Bank                        | 1,89   | 41,2        | 18,0        | 10,3        | 1%         | 2%          | 5%         | 0,3        | 0,3          | 0,3        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| National Bank of Greece           | 0,27   | -           | 136,0       | 10,5        | 0%         | 0%          | 4%         | 0,3        | 0,4          | 0,4        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Eurobank Ergasias                 | 0,74   | 9,3         | 12,1        | 8,3         | 3%         | 3%          | 5%         | 0,3        | 0,3          | 0,3        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Akbank                            | 10,55  | 9,0         | 6,9         | 6,7         | 16%        | 17%         | 15%        | 1,3        | 1,0          | 0,9        | 2,1%        | 3,6%        | 4,1%        |
| Türkiye 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%        |
| Türkiye Halk Bank                 | 9,30   | 4,0         | 3,2         | 3,1         | 14%        | 15%         | 12%        | 0,5        | 0,5          | 0,4        | 1,9%        | 4,6%        | 4,8%        |
| Türkiye Vakıflar Bankası          | 7,24   | 7,6         | 5,1         | 5,0         | 13%        | 17%         | 14%        | 0,9        | 0,8          | 0,7        | 0,6%        | 1,0%        | 1,1%        |
| Yapi ve Kredi Bankası             | 4,66   | 6,9         | 5,5         | 5,1         | 12%        | 13%         | 13%        | 0,8        | 0,7          | 0,6        | 0,3%        | 0,5%        | 0,4%        |
| <b>Mediana</b>                    |        | <b>11,8</b> | <b>10,7</b> | <b>9,1</b>  | <b>11%</b> | <b>12%</b>  | <b>12%</b> | <b>0,8</b> | <b>0,7</b>   | <b>0,6</b> | <b>1,4%</b> | <b>1,8%</b> | <b>2,9%</b> |

## Wycena spółek ubezpieczeniowych (2018-03-06)

|                           | Cena   | 2016        | P/E<br>2017 | 2018        | 2016      | ROE<br>2017 | 2018       | 2016       | P/BV<br>2017 | 2018       | 2016        | DY<br>2017  | 2018        |
|---------------------------|--------|-------------|-------------|-------------|-----------|-------------|------------|------------|--------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>     |        |             |             |             |           |             |            |            |              |            |             |             |             |
| PZU                       | 41,99  | 18,6        | 13,5        | 10,8        | 15%       | 20%         | 22%        | 2,8        | 2,5          | 2,3        | 5,0%        | 3,3%        | 5,9%        |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b> |        |             |             |             |           |             |            |            |              |            |             |             |             |
| Vienna Insurance G.       | 26,34  | 12,3        | 12,6        | 11,7        | 6%        | 6%          | 6%         | 0,7        | 0,7          | 0,7        | 2,9%        | 3,2%        | 3,4%        |
| Uniq                      | 9,02   | 24,2        | 16,0        | 12,7        | 5%        | 5%          | 7%         | 0,9        | 0,9          | 0,9        | 5,4%        | 5,7%        | 5,9%        |
| Aegon                     | 5,54   | 12,2        | 8,2         | 8,3         | 3%        | 8%          | 6%         | 0,6        | 0,6          | 0,5        | 4,7%        | 4,9%        | 5,1%        |
| Allianz                   | 187,10 | 12,5        | 11,7        | 10,9        | 10%       | 11%         | 11%        | 1,2        | 1,2          | 1,2        | 4,0%        | 4,2%        | 4,6%        |
| Aviva                     | 5,01   | 10,0        | 9,4         | 8,9         | 10%       | 12%         | 12%        | 1,2        | 1,2          | 1,2        | 4,6%        | 5,3%        | 5,8%        |
| AXA                       | 22,83  | 9,9         | 9,2         | 8,8         | 8%        | 9%          | 9%         | 0,8        | 0,8          | 0,8        | 5,1%        | 5,4%        | 5,7%        |
| Baloise                   | 145,60 | 13,5        | 11,9        | 11,7        | 9%        | 10%         | 9%         | 1,2        | 1,1          | 1,1        | 3,5%        | 3,7%        | 3,9%        |
| Assicurazioni Generali    | 15,17  | 10,8        | 10,7        | 9,7         | 9%        | 8%          | 9%         | 0,9        | 0,9          | 0,9        | 5,1%        | 5,6%        | 6,0%        |
| 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                    | 2,66   | 11,1        | 11,8        | 9,7         | 9%        | 9%          | 10%        | 0,9        | 0,9          | 0,9        | 5,0%        | 5,2%        | 5,6%        |
| RSA Insurance             | 6,20   | 17,8        | 15,6        | 12,2        | 10%       | 12%         | 14%        | 1,7        | 1,7          | 1,6        | 2,4%        | 3,2%        | 4,5%        |
| Zurich Financial          | 304,50 | 13,7        | 16,0        | 12,4        | 10%       | 9%          | 12%        | 1,4        | 1,5          | 1,4        | 5,6%        | 5,9%        | 6,1%        |
| <b>Mediana</b>            |        | <b>12,4</b> | <b>11,8</b> | <b>11,0</b> | <b>9%</b> | <b>9%</b>   | <b>10%</b> | <b>1,0</b> | <b>1,0</b>   | <b>1,0</b> | <b>4,7%</b> | <b>5,0%</b> | <b>5,4%</b> |

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

## Wycena spółek rafineryjnych i gazowych (2018-03-06)

|                           | Cena    | EV/EBITDA  |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|---------------------------|---------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                           |         | 2016       | 2017       | 2018       | 2016       | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        | 2016         | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        |
| <b>SPÓŁKI RAFINERYJNE</b> |         |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Lotos                     | 56,02   | 5,2        | 4,3        | 6,2        | 0,7        | 0,6        | 0,5        | 10,2        | 5,8         | 13,0        | 14%          | 13%        | 9%         | 0,0%        | 1,8%        | 3,1%        |
| MOL                       | 2876,00 | 4,9        | 4,3        | 4,7        | 0,9        | 0,7        | 0,6        | 8,1         | 7,0         | 10,7        | 18%          | 16%        | 13%        | 2,5%        | 2,7%        | 2,6%        |
| PKN Orlen                 | 94,00   | 4,8        | 4,0        | 7,4        | 0,6        | 0,5        | 0,5        | 7,6         | 6,0         | 13,4        | 12%          | 12%        | 6%         | 2,3%        | 3,2%        | 3,6%        |
| HollyFrontier             | 45,23   | 16,5       | 8,4        | 6,9        | 1,0        | 0,7        | 0,7        | -           | 18,8        | 12,1        | 6%           | 9%         | 11%        | 2,9%        | 2,9%        | 3,0%        |
| Andeavor                  | 96,43   | 10,6       | 7,0        | 5,3        | 0,9        | 0,6        | 0,5        | 23,6        | 14,8        | 9,4         | 8%           | 9%         | 10%        | 2,2%        | 2,4%        | 2,5%        |
| Valero Energy             | 91,72   | 9,1        | 7,9        | 6,6        | 0,6        | 0,5        | 0,5        | 25,0        | 18,8        | 12,3        | 7%           | 6%         | 7%         | 2,6%        | 3,1%        | 3,4%        |
| Marathon Petroleum        | 67,39   | 11,7       | 8,5        | 7,4        | 0,8        | 0,7        | 0,6        | 34,5        | 17,6        | 12,4        | 7%           | 8%         | 9%         | 2,0%        | 2,3%        | 2,5%        |
| Phillips 66               | 93,93   | 13,6       | 10,3       | 8,2        | 0,7        | 0,6        | 0,5        | 30,6        | 22,1        | 13,2        | 5%           | 5%         | 6%         | 2,6%        | 2,9%        | 3,2%        |
| Tupras                    | 115,30  | 12,5       | 6,2        | 6,6        | 1,0        | 0,7        | 0,6        | 19,4        | 7,3         | 7,8         | 8%           | 11%        | 9%         | 4,2%        | 10,6%       | 10,1%       |
| OMV                       | 47,63   | 6,4        | 4,6        | 4,5        | 1,1        | 1,0        | 0,9        | 14,4        | 9,7         | 10,4        | 17%          | 21%        | 21%        | 2,1%        | 2,9%        | 3,3%        |
| Neste Oil                 | 58,94   | 11,2       | 10,8       | 11,1       | 1,4        | 1,2        | 1,2        | 19,8        | 18,8        | 18,0        | 13%          | 11%        | 11%        | 2,0%        | 2,7%        | 2,9%        |
| Hellenic Petroleum        | 7,95    | 5,9        | 5,1        | 5,7        | 0,6        | 0,5        | 0,5        | 10,6        | 6,4         | 8,3         | 10%          | 10%        | 9%         | 2,4%        | 3,9%        | 4,3%        |
| Saras SpA                 | 1,71    | 3,1        | 2,9        | 3,5        | 0,2        | 0,2        | 0,2        | 9,4         | 9,0         | 12,4        | 7%           | 7%         | 6%         | 5,6%        | 6,7%        | 5,3%        |
| Motor Oil                 | 18,28   | 4,7        | 4,2        | 4,7        | 0,4        | 0,3        | 0,3        | 8,8         | 6,1         | 8,0         | 8%           | 8%         | 7%         | 4,4%        | 6,2%        | 6,6%        |
| <b>Mediana</b>            |         | <b>7,8</b> | <b>5,6</b> | <b>6,4</b> | <b>0,8</b> | <b>0,6</b> | <b>0,5</b> | <b>14,4</b> | <b>9,4</b>  | <b>12,2</b> | <b>8%</b>    | <b>10%</b> | <b>9%</b>  | <b>2,4%</b> | <b>2,9%</b> | <b>3,2%</b> |
| <b>SPÓŁKI GAZOWE</b>      |         |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| A2A SpA                   | 1,45    | 7,2        | 6,9        | 7,1        | 1,6        | 1,5        | 1,5        | 15,4        | 12,4        | 12,7        | 23%          | 22%        | 22%        | 3,1%        | 4,1%        | 4,8%        |
| Centrica                  | 141,15  | 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                    | 21,17   | 11,2       | 9,1        | 9,5        | 8,2        | 7,3        | 7,4        | 12,1        | 10,7        | 11,9        | 73%          | 80%        | 78%        | 6,6%        | 6,9%        | 7,2%        |
| Endesa                    | 17,37   | 6,9        | 7,0        | 6,9        | 1,2        | 1,2        | 1,2        | 13,4        | 13,5        | 13,0        | 17%          | 17%        | 18%        | 7,6%        | 7,7%        | 7,7%        |
| Engie                     | 12,63   | 5,7        | 6,6        | 6,4        | 0,9        | 1,0        | 1,0        | 12,6        | 12,4        | 12,4        | 16%          | 15%        | 15%        | 7,9%        | 5,5%        | 5,6%        |
| Gas Natural SDG           | 18,49   | 7,6        | 8,6        | 8,1        | 1,6        | 1,7        | 1,6        | 14,0        | 15,3        | 13,8        | 21%          | 20%        | 20%        | 5,4%        | 5,6%        | 5,7%        |
| Hera SpA                  | 2,77    | 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                  | 3,66    | 12,1       | 11,7       | 11,3       | 9,7        | 9,3        | 9,1        | 15,6        | 13,5        | 12,9        | 80%          | 79%        | 80%        | 5,7%        | 6,0%        | 6,0%        |
| PGNiG                     | 5,93    | 5,8        | 5,3        | 4,1        | 1,0        | 1,0        | 0,9        | 14,6        | 11,7        | 8,3         | 18%          | 18%        | 22%        | 3,1%        | 3,4%        | 4,3%        |
| BP                        | 473,15  | 8,2        | 6,2        | 5,4        | 0,9        | 0,7        | 0,6        | 35,9        | 21,7        | 15,2        | 11%          | 11%        | 12%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Eni                       | 13,33   | 6,3        | 4,7        | 4,0        | 1,2        | 1,0        | 0,9        | -           | 23,3        | 16,5        | 19%          | 21%        | 23%        | 6,0%        | 6,0%        | 6,0%        |
| Gazprom                   | 140,59  | 4,0        | 3,6        | 3,2        | 0,9        | 0,8        | 0,8        | 3,8         | 4,4         | 4,1         | 22%          | 23%        | 25%        | 5,6%        | 5,8%        | 5,6%        |
| NovaTek                   | 736,90  | 12,9       | 12,1       | 11,6       | 4,5        | 4,2        | 4,1        | 8,8         | 14,2        | 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                     | 25,82   | 6,6        | 4,6        | 4,1        | 1,0        | 0,8        | 0,7        | 31,0        | 16,7        | 14,1        | 14%          | 17%        | 17%        | 9,0%        | 9,0%        | 9,0%        |
| Statoil                   | 182,10  | 6,6        | 4,3        | 3,9        | 2,1        | 1,6        | 1,5        | -           | 18,0        | 17,1        | 31%          | 38%        | 40%        | 0,1%        | 0,1%        | 0,1%        |
| Total                     | 46,05   | 9,1        | 8,3        | 7,1        | 1,5        | 1,5        | 1,3        | 18,2        | 17,2        | 15,5        | 16%          | 18%        | 19%        | 6,7%        | 6,3%        | 6,4%        |
| <b>Mediana</b>            |         | <b>6,9</b> | <b>6,6</b> | <b>6,4</b> | <b>1,5</b> | <b>1,3</b> | <b>1,3</b> | <b>14,0</b> | <b>13,5</b> | <b>12,9</b> | <b>19%</b>   | <b>20%</b> | <b>22%</b> | <b>5,6%</b> | <b>5,6%</b> | <b>5,6%</b> |

## Wycena spółek energetycznych (2018-03-06)

|                            | Cena    | EV/EBITDA  |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|----------------------------|---------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                            |         | 2015       | 2016       | 2017       | 2015       | 2016       | 2017       | 2015        | 2016        | 2017        | 2015         | 2016       | 2017       | 2015        | 2016        | 2017        |
| <b>SPÓŁKI ENERGETYCZNE</b> |         |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| EDF                        | 10,44   | 4,7        | 5,6        | 5,1        | 1,0        | 1,1        | 1,1        | 7,7         | 19,2        | 16,9        | 22%          | 20%        | 22%        | 7,5%        | 3,1%        | 2,9%        |
| EDP                        | 2,81    | 8,2        | 8,7        | 8,8        | 2,0        | 2,1        | 2,1        | 11,0        | 12,4        | 12,5        | 24%          | 24%        | 24%        | 6,8%        | 6,8%        | 6,8%        |
| Endesa                     | 17,37   | 6,9        | 7,0        | 6,9        | 1,2        | 1,2        | 1,2        | 13,4        | 13,5        | 13,0        | 17%          | 17%        | 18%        | 7,6%        | 7,7%        | 7,7%        |
| Enel                       | 4,73    | 6,9        | 6,6        | 6,3        | 1,4        | 1,4        | 1,4        | 14,8        | 13,2        | 11,6        | 20%          | 21%        | 22%        | 3,8%        | 4,8%        | 5,9%        |
| EON                        | 8,39    | 9,4        | 9,3        | 9,3        | 1,2        | 1,2        | 1,2        | 19,7        | 13,3        | 13,2        | 13%          | 13%        | 13%        | 2,6%        | 3,6%        | 5,2%        |
| Fortum                     | 17,92   | 14,7       | 11,6       | 11,2       | 4,4        | 3,6        | 3,2        | 28,6        | 25,2        | 20,6        | 30%          | 31%        | 28%        | 4,2%        | 5,7%        | 5,5%        |
| Iberdola                   | 5,99    | 9,1        | 9,0        | 7,8        | 2,2        | 2,3        | 2,0        | 14,7        | 14,2        | 13,0        | 24%          | 26%        | 26%        | 5,0%        | 5,3%        | 5,6%        |
| National Grid              | 757,90  | 9,0        | 8,1        | 10,0       | 3,3        | 3,1        | 3,3        | 12,3        | 11,1        | 12,8        | 36%          | 38%        | 33%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Red Electrica              | 16,00   | 9,2        | 9,0        | 8,8        | 7,0        | 6,9        | 6,7        | 13,5        | 12,9        | 12,3        | 76%          | 77%        | 77%        | 5,4%        | 5,7%        | 6,1%        |
| RWE                        | 17,29   | 7,0        | 6,8        | 7,3        | 0,8        | 0,8        | 0,8        | 15,6        | 8,7         | 12,0        | 11%          | 12%        | 11%        | 0,9%        | 3,0%        | 3,3%        |
| SSE                        | 1215,00 | 8,9        | 8,5        | 8,4        | 0,7        | 0,7        | 0,7        | 10,4        | 9,9         | 10,5        | 7%           | 8%         | 8%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Verbund                    | 20,74   | 7,1        | 8,4        | 9,3        | 2,4        | 2,6        | 2,6        | 21,9        | 22,7        | 26,5        | 34%          | 31%        | 28%        | 1,3%        | 1,8%        | 1,7%        |
| CEZ                        | 497,60  | 7,1        | 7,6        | 7,4        | 2,0        | 2,0        | 2,0        | 18,7        | 14,0        | 16,7        | 29%          | 27%        | 28%        | 8,0%        | 6,6%        | 6,4%        |
| PGE                        | 10,06   | 3,2        | 3,6        | 3,9        | 0,8        | 1,2        | 1,1        | 7,3         | 7,1         | 6,4         | 26%          | 32%        | 29%        | 2,5%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Tauron                     | 2,60    | 4,0        | 3,9        | 4,6        | 0,7        | 0,8        | 0,9        | 12,4        | 3,3         | 4,1         | 19%          | 20%        | 19%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Enea                       | 10,00   | 4,1        | 4,2        | 4,2        | 0,9        | 1,0        | 1,0        | 5,6         | 4,1         | 5,3         | 21%          | 24%        | 23%        | 0,0%        | 2,5%        | 3,6%        |
| Energia                    | 10,00   | 4,4        | 4,0        | 3,8        | 0,9        | 0,8        | 0,8        | 27,4        | 5,0         | 5,1         | 20%          | 21%        | 21%        | 4,9%        | 1,9%        | 3,0%        |
| ZE PAK*                    | 12,26   | 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%       |
| <b>Mediana</b>             |         | <b>7,0</b> | <b>7,3</b> | <b>7,4</b> | <b>1,2</b> | <b>1,2</b> | <b>1,2</b> | <b>13,4</b> | <b>12,6</b> | <b>12,4</b> | <b>21%</b>   | <b>22%</b> | <b>22%</b> | <b>3,2%</b> | <b>3,3%</b> | <b>4,4%</b> |

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

## Wycena spółek nawozowych i chemicznych (2018-03-06)

|                    | Cena    | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY   |      |      |
|--------------------|---------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|------|
|                    |         | 2016      | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016         | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 |
| SPÓŁKI NAWOZOWE    |         |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Acron              | 4219,00 | 6,4       | 7,4  | 6,9  | 3,0  | 2,4  | 2,3  | 6,5  | 10,5 | 9,4  | 47%          | 32%  | 34%  | 7,1% | 7,6% | 7,3% |
| Uralkali           | 102,45  | 8,3       | 7,3  | 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           | 2459,00 | 5,9       | 7,5  | 6,6  | 2,2  | 2,3  | 2,2  | 7,3  | 13,8 | 10,6 | 38%          | 31%  | 33%  | 6,3% | 4,5% | 5,2% |
| K+S                | 23,40   | 12,7      | 11,5 | 8,2  | 2,0  | 1,8  | 1,7  | 34,1 | 28,9 | 17,8 | 15%          | 16%  | 20%  | 1,7% | 1,5% | 2,3% |
| Yara International | 348,40  | 7,7       | 9,5  | 7,0  | 1,1  | 1,2  | 1,1  | 16,7 | 22,7 | 14,5 | 15%          | 12%  | 15%  | 3,5% | 2,6% | 3,2% |
| The Mosaic Company | 27,74   | 12,5      | 11,2 | 8,8  | 1,8  | 1,8  | 1,6  | 40,9 | 26,8 | 22,9 | 15%          | 16%  | 18%  | 4,0% | 2,2% | 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      | 43,20   | 18,2      | 17,6 | 13,6 | 4,7  | 4,4  | 4,0  | 54,5 | -    | -    | 26%          | 25%  | 30%  | 2,8% | 2,8% | 2,8% |
| Israel Chemicals   | 1555,00 | 8,7       | 8,7  | 7,8  | 1,7  | 1,7  | 1,6  | 14,2 | 16,7 | 13,2 | 19%          | 19%  | 21%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Grupa Azoty        | 56,40   | 6,5       | 5,5  | 6,0  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 16,3 | 10,8 | 13,3 | 11%          | 13%  | 12%  | 1,5% | 1,4% | 1,9% |
| ZA Police*         | 19,85   | 7,8       | 6,2  | 6,2  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | -    | 9,7  | 9,5  | 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            |         | 8,3       | 8,7  | 7,0  | 1,8  | 1,8  | 1,6  | 16,5 | 15,2 | 13,3 | 16%          | 16%  | 20%  | 3,0% | 2,2% | 2,5% |
| SPÓŁKI CHEMICZNE   |         |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Ciech              | 55,90   | 4,6       | 5,0  | 4,8  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 5,0  | 7,7  | 7,6  | 26%          | 22%  | 21%  | 5,1% | 0,0% | 3,9% |
| Akzo Nobel         | 78,64   | 10,2      | 10,3 | 10,0 | 1,5  | 1,5  | 1,5  | 18,7 | 19,3 | 18,4 | 15%          | 14%  | 15%  | 2,1% | 5,5% | 2,9% |
| BASF               | 83,48   | 8,9       | 7,3  | 7,2  | 1,6  | 1,4  | 1,4  | 17,4 | 12,9 | 12,9 | 18%          | 19%  | 19%  | 3,5% | 3,8% | 4,0% |
| Croda              | 4527,00 | 18,6      | 16,3 | 15,4 | 5,2  | 4,7  | 4,5  | 29,5 | 26,1 | 24,4 | 28%          | 29%  | 29%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sisecam            | 4,94    | 7,6       | 5,5  | 5,0  | 1,5  | 1,2  | 1,1  | 16,8 | 10,9 | 10,2 | 20%          | 22%  | 22%  | 1,9% | 2,9% | 3,2% |
| Soda Sanayii       | 4,96    | 7,6       | 6,2  | 6,1  | 1,9  | 1,7  | 1,6  | 8,6  | 7,3  | 7,5  | 25%          | 28%  | 26%  | 6,5% | 5,6% | 6,3% |
| Solvay             | 112,00  | 6,8       | 7,4  | 7,2  | 1,4  | 1,6  | 1,5  | 14,0 | 13,2 | 13,8 | 21%          | 22%  | 22%  | 3,0% | 3,2% | 3,3% |
| Tata Chemicals     | 673,60  | 11,3      | 10,4 | 10,5 | 1,4  | 1,6  | 1,8  | 24,2 | 19,0 | 16,4 | 12%          | 15%  | 17%  | 1,6% | 1,6% | 1,7% |
| Tessenderlo Chemie | 36,65   | 8,3       | 8,5  | 7,5  | 1,1  | 1,0  | 1,0  | 18,0 | 27,4 | 14,7 | 13%          | 12%  | 13%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Wacker Chemie      | 133,50  | 7,6       | 8,0  | 7,2  | 1,5  | 1,7  | 1,6  | 40,7 | 27,8 | 19,2 | 20%          | 21%  | 22%  | 1,5% | 2,1% | 3,0% |
| Mediana            |         | 8,0       | 7,7  | 7,2  | 1,5  | 1,5  | 1,5  | 17,7 | 16,1 | 14,3 | 20%          | 21%  | 21%  | 2,0% | 2,5% | 3,1% |

## Wycena spółek sektora elektromaszynowego (2018-03-06)

|                | Cena    | EV/EBITDA   |             |             | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|----------------|---------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                |         | 2016        | 2017        | 2018        | 2016       | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        | 2016         | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        |
| Atlas Copco    | 346,00  | 13,1        | 10,4        | 9,6         | 2,9        | 2,6        | 2,4        | 30,3        | 23,6        | 21,3        | 23%          | 25%        | 25%        | 1,9%        | 2,1%        | 2,3%        |
| Caterpillar    | 153,75  | 24,3        | 16,1        | 13,0        | 3,1        | 2,7        | 2,4        | 47,2        | 23,8        | 17,1        | 13%          | 17%        | 19%        | 2,0%        | 2,0%        | 2,1%        |
| Duro Felguera  | 0,39    | 11,0        | 13,3        | 9,5         | 0,4        | 0,6        | 0,6        | 13,4        | -           | 11,8        | 4%           | 4%         | 6%         | 1,3%        | 3,8%        | 5,1%        |
| Famur          | 6,06    | 11,8        | 12,3        | 8,1         | 2,7        | 2,5        | 1,8        | 31,4        | 69,9        | 18,2        | 23%          | 20%        | 22%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Komatsu        | 3672,00 | 12,5        | 14,8        | 11,0        | 2,1        | 2,4        | 1,7        | 25,5        | 34,8        | 19,5        | 17%          | 16%        | 15%        | 1,6%        | 1,6%        | 2,0%        |
| Sandvig AG     | 147,40  | 14,0        | 10,1        | 10,5        | 2,6        | 2,4        | 2,3        | 27,9        | 18,5        | 17,6        | 19%          | 23%        | 22%        | 1,8%        | 2,3%        | 2,5%        |
| <b>Mediana</b> |         | <b>12,5</b> | <b>13,3</b> | <b>10,5</b> | <b>2,6</b> | <b>2,4</b> | <b>1,8</b> | <b>27,9</b> | <b>29,3</b> | <b>17,6</b> | <b>17%</b>   | <b>17%</b> | <b>19%</b> | <b>1,6%</b> | <b>2,0%</b> | <b>2,1%</b> |

## Wycena spółek górniczych (2018-03-06)

|                    | Cena    | EV/EBITDA |      |      | EV/S |      |      | P/E  |      |      | marża EBITDA |      |      | DY   |      |      |
|--------------------|---------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|------|
|                    |         | 2016      | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016         | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 |
| POLSKIE SPÓŁKI     |         |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| JSW                | 97,64   | 11,4      | 2,8  | 2,3  | 1,8  | 1,1  | 0,9  | -    | 5,3  | 5,1  | 16%          | 41%  | 38%  | 0,0% | 0,0% | 2,0% |
| KGHM               | 106,20  | 8,3       | 6,3  | 4,0  | 1,5  | 1,5  | 1,2  | 13,7 | 6,9  | 6,1  | 18%          | 23%  | 29%  | 1,4% | 0,9% | 2,3% |
| LW Bogdanka*       | 52,50   | 3,6       | 3,2  | 3,1  | 1,2  | 1,2  | 1,1  | 11,6 | 8,2  | 7,2  | 33%          | 36%  | 36%  | 0,0% | 2,3% | 4,5% |
| ZAGRANICZNE SPÓŁKI |         |           |      |      |      |      |      |      |      |      |              |      |      |      |      |      |
| Anglo American     | 1760,20 | 7,7       | 5,4  | 5,5  | 2,2  | 1,8  | 1,8  | 17,5 | 9,7  | 10,5 | 29%          | 34%  | 33%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Antofagasta        | 884,20  | 9,4       | 5,9  | 6,1  | 4,1  | 3,2  | 3,1  | 34,5 | 16,0 | 16,5 | 44%          | 54%  | 51%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| BHP Billiton       | 29,72   | 9,0       | 5,1  | 4,4  | 3,4  | 2,7  | 2,4  | -    | 17,0 | 13,9 | 38%          | 54%  | 54%  | 0,9% | 2,3% | 2,8% |
| Boliden            | 286,50  | 9,5       | 6,9  | 6,4  | 2,2  | 1,8  | 1,8  | 21,0 | 12,2 | 11,3 | 23%          | 26%  | 28%  | 1,5% | 3,0% | 3,7% |
| First Quantum      | 20,80   | 16,3      | 14,5 | 8,5  | 6,1  | 4,9  | 4,0  | 57,1 | -    | 16,8 | 38%          | 34%  | 47%  | 0,0% | 0,0% | 0,1% |
| Freeport-McMoRan   | 18,70   | 8,8       | 7,5  | 5,6  | 2,8  | 2,7  | 2,3  | 55,3 | 16,4 | 9,6  | 32%          | 35%  | 42%  | 0,0% | 0,0% | 0,5% |
| Hudbay Min         | 10,15   | 7,0       | 5,2  | 4,7  | 2,8  | 2,3  | 2,2  | 55,1 | 14,1 | 10,8 | 41%          | 45%  | 46%  | 0,2% | 0,2% | 0,1% |
| Lundin Min         | 8,43    | 9,5       | 5,1  | 7,1  | 3,6  | 2,6  | 2,9  | -    | 12,9 | 20,1 | 38%          | 52%  | 41%  | 0,0% | 0,7% | 0,9% |
| 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        | 9,71    | 5,9       | 4,2  | 4,8  | 2,7  | 2,3  | 2,3  | 25,3 | 13,4 | 15,5 | 46%          | 54%  | 48%  | 1,6% | 1,8% | 1,7% |
| Rio Tinto          | 3748,00 | 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 | 7,71    | 6,8       | 5,3  | 4,4  | 2,5  | 2,3  | 2,1  | 21,9 | 15,3 | 11,5 | 36%          | 44%  | 48%  | 1,4% | 1,9% | 2,9% |
| Southern CC        | 54,75   | 21,3      | 14,9 | 11,8 | 8,6  | 7,3  | 6,3  | 48,7 | 29,4 | 21,4 | 41%          | 49%  | 54%  | 0,3% | 1,1% | 2,1% |
| Vedanta Resources  | 745,60  | 7,3       | 5,3  | 4,0  | 1,6  | 1,5  | 1,1  | -    | 16,6 | 16,3 | 21%          | 28%  | 29%  | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Mediana            |         | 8.9       | 5.4  | 5.6  | 2.8  | 2.5  | 2.3  | 25.3 | 14.1 | 12.8 | 38%          | 46%  | 47%  | 0.1% | 0.4% | 0.7% |

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

## Wycena europejskich operatorów narodowych (2018-03-06)

|                                               | Cena   | EV/ EBITDA |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|-----------------------------------------------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                                               |        | 2016       | 2017       | 2018       | 2016       | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        | 2016         | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>                         |        |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Netia                                         | 5,30   | 4,7        | 5,4        | 6,1        | 1,3        | 1,4        | 1,6        | 54,9        | 45,4        | 48,2        | 28%          | 27%        | 25%        | 7,4%        | 7,2%        | 0,0%        |
| Orange Polska                                 | 5,73   | 4,6        | 5,0        | 4,7        | 1,3        | 1,2        | 1,3        | -           | -           | 25,1        | 27%          | 25%        | 27%        | 4,4%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Play                                          | 33,02  | 7,0        | 8,0        | 6,3        | 2,2        | 2,3        | 2,1        | 11,8        | 21,6        | 9,1         | 31%          | 29%        | 33%        | 0,0%        | 0,0%        | 7,8%        |
| <b>Mediana</b>                                |        | <b>4,7</b> | <b>5,4</b> | <b>6,1</b> | <b>1,3</b> | <b>1,4</b> | <b>1,6</b> | <b>33,3</b> | <b>33,5</b> | <b>25,1</b> | <b>28%</b>   | <b>27%</b> | <b>27%</b> | <b>4%</b>   | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> |
| <b>OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI</b>    |        |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Proximus                                      | 26,14  | 6,1        | 6,0        | 5,9        | 1,9        | 1,9        | 1,9        | 14,8        | 14,5        | 14,0        | 30%          | 31%        | 32%        | 5,7%        | 5,7%        | 5,7%        |
| Telefonica CP                                 | 276,00 | 8,6        | 8,7        | 8,9        | 2,4        | 2,4        | 2,4        | 16,4        | 16,1        | 16,4        | 28%          | 27%        | 27%        | 6,8%        | 7,6%        | 7,5%        |
| Hellenic Telekom                              | 11,07  | 4,8        | 4,8        | 4,7        | 1,6        | 1,6        | 1,6        | 23,5        | 23,4        | 18,3        | 34%          | 33%        | 34%        | 1,2%        | 2,2%        | 3,2%        |
| Mataw                                         | 448,00 | 4,6        | 4,9        | 4,9        | 1,5        | 1,5        | 1,5        | 9,2         | 13,1        | 12,7        | 33%          | 31%        | 31%        | 5,6%        | 5,6%        | 6,9%        |
| Telecom Austria                               | 7,50   | 5,6        | 5,4        | 5,3        | 1,8        | 1,7        | 1,7        | 16,8        | 14,2        | 13,3        | 32%          | 32%        | 32%        | 2,7%        | 2,7%        | 3,2%        |
| <b>Mediana</b>                                |        | <b>5,6</b> | <b>5,4</b> | <b>5,3</b> | <b>1,8</b> | <b>1,7</b> | <b>1,7</b> | <b>16,4</b> | <b>14,5</b> | <b>14,0</b> | <b>32%</b>   | <b>31%</b> | <b>32%</b> | <b>5,6%</b> | <b>5,6%</b> | <b>5,7%</b> |
| <b>OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI</b> |        |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| BT                                            | 238,15 | 5,3        | 4,6        | 4,7        | 1,9        | 1,4        | 1,4        | 7,6         | 8,4         | 8,6         | 35%          | 32%        | 31%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| DT                                            | 13,23  | 5,7        | 5,4        | 5,4        | 1,7        | 1,6        | 1,6        | 15,4        | 14,6        | 12,9        | 30%          | 30%        | 30%        | 4,5%        | 5,0%        | 5,4%        |
| KPN                                           | 2,54   | 7,3        | 7,5        | 7,4        | 2,6        | 2,7        | 2,8        | 27,6        | 20,5        | 19,1        | 36%          | 36%        | 37%        | 11,6%       | 4,9%        | 5,4%        |
| Orange France                                 | 13,93  | 5,0        | 5,0        | 4,9        | 1,6        | 1,5        | 1,5        | 13,8        | 14,4        | 12,9        | 31%          | 31%        | 31%        | 4,3%        | 4,7%        | 4,9%        |
| Swisscom                                      | 505,60 | 8,1        | 8,0        | 8,1        | 3,0        | 3,0        | 3,0        | 17,4        | 16,6        | 17,3        | 37%          | 37%        | 36%        | 4,4%        | 4,4%        | 4,4%        |
| Telefonica S.A.                               | 7,95   | 6,3        | 6,1        | 6,1        | 1,9        | 1,9        | 2,0        | 12,7        | 11,2        | 10,3        | 31%          | 32%        | 32%        | 7,0%        | 5,0%        | 5,1%        |
| Telia Company                                 | 39,95  | 9,1        | 9,2        | 8,9        | 2,8        | 3,0        | 2,9        | 13,2        | 15,6        | 14,5        | 31%          | 32%        | 33%        | 5,1%        | 5,2%        | 5,5%        |
| TI                                            | 0,77   | 5,0        | 4,7        | 4,6        | 2,1        | 2,0        | 2,0        | 10,4        | 10,6        | 10,0        | 42%          | 43%        | 43%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,6%        |
| <b>Mediana</b>                                |        | <b>6,0</b> | <b>5,7</b> | <b>5,7</b> | <b>2,0</b> | <b>2,0</b> | <b>2,0</b> | <b>13,5</b> | <b>14,5</b> | <b>12,9</b> | <b>33%</b>   | <b>32%</b> | <b>33%</b> | <b>4,4%</b> | <b>4,8%</b> | <b>5,0%</b> |

## Wycena spółek mediowych (2018-03-06)

|                       | Cena    | EV/ EBITDA |             |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |            |            | DY          |             |             |
|-----------------------|---------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                       |         | 2016       | 2017        | 2018       | 2016       | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        | 2016         | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b> |         |            |             |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Agora                 | 13,95   | 6,0        | 21,0        | 4,8        | 0,6        | 0,6        | 0,5        | -           | -           | 26,5        | 10%          | 3%         | 11%        | 5,4%        | 3,3%        | 3,6%        |
| Cyfrowy Polsat        | 22,84   | 7,5        | 7,5         | 6,6        | 2,8        | 2,7        | 2,2        | 16,9        | 13,8        | 11,7        | 37%          | 37%        | 34%        | 0,0%        | 1,4%        | 1,6%        |
| <b>Mediana</b>        |         | <b>6,7</b> | <b>14,3</b> | <b>5,7</b> | <b>1,7</b> | <b>1,7</b> | <b>1,4</b> | <b>16,9</b> | <b>13,8</b> | <b>19,1</b> | <b>0,2</b>   | <b>0,2</b> | <b>0,2</b> | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  |
| <b>DZIENNIKI</b>      |         |            |             |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Amolgo Mondadori      | 1,80    | 8,3        | 7,3         | 7,2        | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 18,0        | 13,8        | 12,0        | 7%           | 8%         | 9%         | 0,0%        | 1,5%        | 1,7%        |
| Axel Springer         | 72,30   | 16,1       | 14,5        | 12,8       | 2,8        | 2,7        | 2,7        | 30,4        | 27,9        | 24,6        | 18%          | 19%        | 21%        | 2,5%        | 2,7%        | 2,8%        |
| Daily Mail            | 648,50  | 8,7        | 10,9        | 12,5       | 1,5        | 1,7        | 1,9        | 12,3        | 12,7        | 15,3        | 17%          | 15%        | 15%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Gruppo Editorial      | 0,55    | 5,1        | 4,6         | 4,0        | 0,4        | 0,4        | 0,4        | 13,4        | -           | 8,2         | 9%           | 8%         | 9%         | 2,5%        | 0,0%        | 2,4%        |
| New York Times        | 24,40   | 18,1       | 15,5        | 15,4       | 2,7        | 2,5        | 2,5        | 47,3        | 34,2        | 31,7        | 15%          | 16%        | 16%        | 0,7%        | 0,7%        | 0,7%        |
| Promotora de Inform   | 1,82    | 6,6        | 6,6         | 6,2        | 1,3        | 1,3        | 1,3        | 5,8         | 6,2         | 6,2         | 20%          | 20%        | 22%        | -           | 0,0%        | -           |
| Trinity Mirror        | 79,50   | 1,7        | 2,0         | 2,0        | 0,4        | 0,4        | 0,4        | 2,2         | 2,3         | 2,3         | 21%          | 22%        | 22%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>        |         | <b>8,3</b> | <b>7,3</b>  | <b>7,2</b> | <b>1,3</b> | <b>1,3</b> | <b>1,3</b> | <b>13,4</b> | <b>13,3</b> | <b>12,0</b> | <b>17%</b>   | <b>16%</b> | <b>16%</b> | <b>0,3%</b> | <b>0,0%</b> | <b>1,2%</b> |
| <b>TV</b>             |         |            |             |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Atresmedia Corp       | 8,07    | 9,7        | 9,5         | 9,0        | 1,9        | 1,9        | 1,8        | 13,2        | 12,4        | 11,8        | 20%          | 20%        | 21%        | 6,3%        | 9,2%        | 7,1%        |
| Gestevisión Telecinco | 8,93    | 11,8       | 11,3        | 10,8       | 2,9        | 2,9        | 2,8        | 16,6        | 15,4        | 14,7        | 24%          | 26%        | 26%        | 6,0%        | 6,2%        | 6,6%        |
| ITV PLC               | 153,60  | 7,7        | 8,0         | 8,0        | 2,2        | 2,2        | 2,2        | 9,4         | 9,8         | 9,8         | 29%          | 28%        | 27%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| M6-Metropole Tel      | 22,08   | 9,5        | 7,7         | 7,2        | 2,1        | 1,9        | 1,8        | 23,4        | 19,1        | 17,3        | 22%          | 25%        | 25%        | 3,9%        | 4,1%        | 4,4%        |
| Mediaset SPA          | 3,04    | 3,9        | 3,6         | 3,7        | 1,4        | 1,4        | 1,5        | -           | 27,9        | 18,4        | 37%          | 40%        | 41%        | 0,6%        | 2,5%        | 4,1%        |
| Modern Times          | 358,20  | 16,1       | 15,5        | 11,6       | 1,4        | 1,4        | 1,3        | 27,4        | 27,6        | 20,6        | 9%           | 9%         | 11%        | 3,3%        | 3,4%        | 3,6%        |
| Prosieben             | 28,13   | 8,4        | 8,2         | 8,1        | 2,3        | 2,1        | 2,0        | 11,7        | 12,1        | 11,6        | 27%          | 26%        | 25%        | 6,9%        | 6,9%        | 7,1%        |
| RTL Group             | 71,10   | 8,7        | 8,6         | 8,5        | 2,0        | 1,9        | 1,8        | 14,6        | 14,6        | 14,2        | 23%          | 22%        | 22%        | 5,6%        | 5,6%        | 5,8%        |
| TF1-TV Francaise      | 11,21   | 7,3        | 6,1         | 6,2        | 1,0        | 1,0        | 1,0        | 31,1        | 17,1        | 18,8        | 14%          | 16%        | 16%        | 3,0%        | 3,4%        | 3,4%        |
| <b>Mediana</b>        |         | <b>8,7</b> | <b>8,2</b>  | <b>8,1</b> | <b>2,0</b> | <b>1,9</b> | <b>1,8</b> | <b>15,6</b> | <b>15,4</b> | <b>14,7</b> | <b>23%</b>   | <b>25%</b> | <b>25%</b> | <b>3,9%</b> | <b>4,1%</b> | <b>4,4%</b> |
| <b>PAY TV</b>         |         |            |             |            |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Sky PLC               | 1342,50 | 12,8       | 13,6        | 12,3       | 2,4        | 2,2        | 2,1        | 21,4        | 23,3        | 20,5        | 19%          | 16%        | 17%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Cogeco                | 75,09   | 5,6        | 5,5         | 5,0        | 2,5        | 2,5        | 2,3        | 14,6        | 12,4        | 12,3        | 45%          | 45%        | 45%        | 2,1%        | 2,3%        | 2,5%        |
| Comcast               | 36,87   | 8,7        | 8,2         | 7,8        | 2,9        | 2,7        | 2,6        | 21,2        | 18,0        | 14,6        | 33%          | 33%        | 33%        | 1,5%        | 1,7%        | 2,0%        |
| Dish Network          | 41,22   | 6,7        | 7,3         | 8,1        | 1,4        | 1,5        | 1,5        | 13,8        | 18,6        | 18,4        | 21%          | 20%        | 19%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Liberty Global        | 32,65   | 6,7        | 7,6         | 7,0        | 3,1        | 3,5        | 3,3        | -           | -           | 54,6        | 47%          | 47%        | 48%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Shaw Communications   | 19,43   | 8,1        | 8,1         | 8,5        | 3,5        | 3,3        | 3,4        | 16,9        | 20,7        | 21,1        | 44%          | 41%        | 40%        | 7,9%        | 7,9%        | 7,9%        |
| <b>Mediana</b>        |         | <b>7,4</b> | <b>7,9</b>  | <b>7,9</b> | <b>2,7</b> | <b>2,6</b> | <b>2,4</b> | <b>16,9</b> | <b>18,6</b> | <b>19,5</b> | <b>38%</b>   | <b>37%</b> | <b>37%</b> | <b>0,7%</b> | <b>0,9%</b> | <b>1,0%</b> |

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

## Wycena spółek IT (2018-03-06)

|                           |        | 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        |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>     |        |             |             |             |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| AB*                       | 28,00  | 6,7         | 6,2         | 6,7         | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 7,2         | 6,5         | 7,2         | 2%           | 1%         | 1%         | 2,8%        | 3,1%        | 1,0%        |
| Asseco Poland             | 45,92  | 6,9         | 7,9         | 7,0         | 0,9        | 1,0        | 0,8        | 12,6        | 6,4         | 15,3        | 13%          | 12%        | 12%        | 6,6%        | 6,6%        | 6,6%        |
| Comarch                   | 150,00 | 6,7         | 12,7        | 8,5         | 1,1        | 1,1        | 1,0        | 17,4        | 28,3        | 21,6        | 16%          | 9%         | 12%        | 0,0%        | 1,0%        | 1,0%        |
| Sygnity*                  | 3,51   | 3,3         | -           | -           | 0,2        | -          | -          | 4,1         | -           | -           | 6%           | -          | -          | -           | -           | -           |
| <b>Mediana</b>            |        | <b>6,7</b>  | <b>7,9</b>  | <b>7,0</b>  | <b>0,6</b> | <b>1,0</b> | <b>0,8</b> | <b>9,9</b>  | <b>6,5</b>  | <b>15,3</b> | <b>10%</b>   | <b>9%</b>  | <b>12%</b> | <b>2,8%</b> | <b>3,1%</b> | <b>1,0%</b> |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b> |        |             |             |             |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Atos Origin               | 108,15 | 8,0         | 7,1         | 6,6         | 1,0        | 0,9        | 0,9        | 15,3        | 13,3        | 12,0        | 12%          | 13%        | 13%        | 1,2%        | 1,6%        | 1,8%        |
| CapGemini                 | 102,90 | 11,3        | 10,8        | 10,2        | 1,5        | 1,5        | 1,4        | 19,4        | 17,4        | 16,3        | 13%          | 14%        | 14%        | 1,4%        | 1,6%        | 1,7%        |
| IBM                       | 155,72 | 9,6         | 9,4         | 9,1         | 2,2        | 2,3        | 2,2        | 11,6        | 11,3        | 11,2        | 23%          | 24%        | 24%        | 3,5%        | 3,8%        | 4,0%        |
| Indra Sistemas            | 11,26  | 11,9        | 10,0        | 9,0         | 1,0        | 0,9        | 0,9        | 22,5        | 15,9        | 14,7        | 8%           | 9%         | 10%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,9%        |
| Microsoft                 | 93,32  | 19,5        | 17,6        | 15,6        | 7,2        | 6,9        | 6,2        | 35,0        | 30,8        | 27,5        | 37%          | 39%        | 40%        | 1,5%        | 1,7%        | 1,8%        |
| Oracle                    | 51,50  | 12,1        | 12,0        | 10,7        | 5,4        | 5,4        | 5,1        | 19,6        | 19,5        | 17,5        | 45%          | 45%        | 47%        | 1,1%        | 1,2%        | 1,4%        |
| SAP                       | 84,76  | 13,9        | 13,6        | 13,7        | 4,9        | 4,6        | 4,3        | 22,3        | 20,1        | 19,1        | 35%          | 34%        | 32%        | 1,4%        | 1,5%        | 1,7%        |
| TietoEnator               | 28,44  | 10,9        | 11,1        | 10,4        | 1,5        | 1,4        | 1,4        | 18,2        | 17,3        | 16,5        | 13%          | 13%        | 13%        | 4,5%        | 4,6%        | 4,9%        |
| <b>Mediana</b>            |        | <b>11,6</b> | <b>11,0</b> | <b>10,3</b> | <b>1,9</b> | <b>1,9</b> | <b>1,8</b> | <b>19,5</b> | <b>17,4</b> | <b>16,4</b> | <b>18%</b>   | <b>19%</b> | <b>19%</b> | <b>1,4%</b> | <b>1,6%</b> | <b>1,8%</b> |

## Wycena spółek budowlanych (2018-03-06)

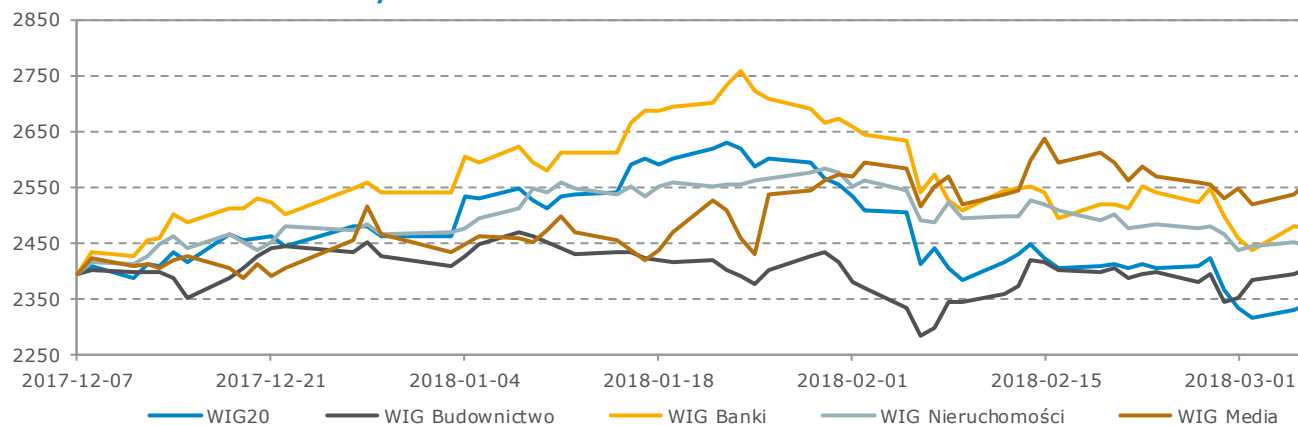
|                           |        | EV/ EBITDA |            |            | EV/S       |            |            | P/E         |             |             | marża EBITDA |           |           | DY          |             |             |
|---------------------------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-----------|-----------|-------------|-------------|-------------|
|                           | Cena   | 2016       | 2017       | 2018       | 2016       | 2017       | 2018       | 2016        | 2017        | 2018        | 2016         | 2017      | 2018      | 2016        | 2017        | 2018        |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>     |        |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |           |           |             |             |             |
| Budimex                   | 207,50 | 5,0        | 5,0        | 7,2        | 0,5        | 0,5        | 0,5        | 12,9        | 11,4        | 13,4        | 10%          | 10%       | 8%        | 3,9%        | 7,2%        | 8,3%        |
| Elektrobudowa             | 88,00  | 4,2        | 3,6        | 5,1        | 0,3        | 0,3        | 0,4        | 7,6         | 6,9         | 10,2        | 8%           | 9%        | 7%        | 4,5%        | 11,4%       | 9,1%        |
| Elektrotim                | 8,90   | 14,1       | 8,0        | 5,1        | 0,3        | 0,3        | 0,3        | -           | 22,5        | 10,2        | 2%           | 4%        | 5%        | 13,9%       | 3,9%        | 5,6%        |
| Erbud                     | 21,90  | 2,4        | 4,0        | 4,9        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | -           | 10,7        | 9,1         | 3%           | 3%        | 3%        | 7,7%        | 5,4%        | 4,7%        |
| Herkules                  | 3,45   | 6,7        | 8,7        | 5,7        | 1,9        | 1,8        | 1,5        | 14,6        | 51,5        | 11,5        | 28%          | 21%       | 26%       | 4,6%        | 4,6%        | 4,6%        |
| Torpol                    | 7,78   | 3,3        | 18,4       | 5,0        | 0,1        | 0,2        | 0,2        | 17,3        | -           | 12,2        | 4%           | 1%        | 3%        | 8,9%        | 5,7%        | 0,0%        |
| Trakcja                   | 7,17   | 3,6        | 5,2        | 6,8        | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 6,7         | 13,0        | 17,8        | 7%           | 5%        | 4%        | 4,7%        | 7,0%        | 2,8%        |
| Ulma Construccoon         | 63,50  | 4,0        | 3,9        | 3,7        | 1,5        | 1,4        | 1,4        | 25,9        | 19,6        | 13,0        | 36%          | 37%       | 38%       | 0,0%        | 8,5%        | 6,3%        |
| Unibep                    | 8,16   | 7,1        | 9,0        | 6,5        | 0,2        | 0,2        | 0,2        | 9,1         | 11,3        | 9,2         | 3%           | 2%        | 3%        | 2,1%        | 2,4%        | 3,1%        |
| ZUE                       | 6,26   | 5,1        | 10,6       | 8,0        | 0,1        | 0,3        | 0,2        | -           | -           | 17,5        | 3%           | 2%        | 3%        | 5,3%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Mediana</b>            |        | <b>4,6</b> | <b>6,6</b> | <b>5,4</b> | <b>0,3</b> | <b>0,3</b> | <b>0,3</b> | <b>12,9</b> | <b>12,2</b> | <b>11,9</b> | <b>6%</b>    | <b>4%</b> | <b>5%</b> | <b>4,7%</b> | <b>5,5%</b> | <b>4,6%</b> |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b> |        |            |            |            |            |            |            |             |             |             |              |           |           |             |             |             |
| Acciona                   | 65,30  | 8,1        | 7,5        | 7,3        | 1,6        | 1,3        | 1,4        | 24,1        | 14,5        | 14,6        | 20%          | 18%       | 19%       | 3,9%        | 4,4%        | 4,6%        |
| Astaldi                   | 2,48   | 3,5        | 3,7        | 3,8        | 0,4        | 0,4        | 0,4        | 2,6         | 20,2        | 2,7         | 13%          | 11%       | 11%       | 8,1%        | 4,8%        | 2,8%        |
| Ferrovial                 | 16,72  | 20,1       | 19,9       | 20,7       | 1,7        | 1,5        | 1,6        | 39,6        | 30,4        | 33,1        | 9%           | 8%        | 8%        | 4,4%        | 4,5%        | 4,6%        |
| Hochtief                  | 134,50 | 8,1        | 6,8        | 6,3        | 0,4        | 0,4        | 0,4        | 24,8        | 19,8        | 18,1        | 5%           | 5%        | 6%        | 1,7%        | 2,2%        | 2,5%        |
| Mota Engil                | 3,75   | 7,1        | 6,1        | 5,6        | 1,0        | 0,9        | 0,9        | 15,0        | 26,8        | 11,7        | 14%          | 15%       | 15%       | 1,3%        | 2,8%        | 2,1%        |
| NCC                       | 156,90 | 6,6        | 7,0        | 5,8        | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 14,9        | 12,7        | 12,1        | 4%           | 4%        | 5%        | 4,8%        | 5,4%        | 6,1%        |
| Skanska                   | 164,40 | 6,4        | 8,1        | 8,3        | 0,4        | 0,4        | 0,4        | 11,1        | 10,3        | 15,9        | 6%           | 5%        | 4%        | 4,9%        | 5,0%        | 5,1%        |
| Strabag                   | 32,00  | 3,7        | 3,8        | 3,6        | 0,3        | 0,2        | 0,2        | 13,3        | 12,9        | 11,5        | 7%           | 6%        | 6%        | 3,1%        | 3,2%        | 3,4%        |
| <b>Mediana</b>            |        | <b>6,8</b> | <b>6,9</b> | <b>6,1</b> | <b>0,4</b> | <b>0,4</b> | <b>0,4</b> | <b>14,9</b> | <b>17,1</b> | <b>13,4</b> | <b>8%</b>    | <b>7%</b> | <b>7%</b> | <b>4,2%</b> | <b>4,5%</b> | <b>4,0%</b> |

## Wycena spółek deweloperskich (2018-03-06)

|                           |        | 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        |
| <b>POLSKIE SPÓŁKI</b>     |        |             |             |             |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| 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           | 84,40  | 12,6        | 9,2         | 7,1         | 2,3        | 2,1        | 2,0        | 16,6        | 11,0        | 8,7         | 14%          | 17%        | 18%        | 3,9%        | 6,0%        | 9,1%        |
| Echo Investment           | 5,09   | 4,0         | 12,4        | 8,3         | 1,4        | 1,3        | 1,2        | 5,4         | 6,9         | 6,9         | 127%         | 42%        | 77%        | 117%        | 13%         | 9,8%        |
| GTC                       | 8,66   | 10,9        | 8,9         | 14,7        | 1,2        | 1,0        | 1,0        | 6,0         | 6,6         | 10,6        | 129%         | 158%       | 89%        | 0,0%        | 0,2%        | 0,2%        |
| i2 Development            | 16,00  | 22,2        | 19,9        | 5,3         | 0,7        | 0,7        | 0,6        | 25,7        | 14,4        | 4,4         | 16%          | 19%        | 20%        | 0,0%        | 11,9%       | 15,6%       |
| J.W. Construction         | 4,32   | 12,1        | 10,6        | 7,0         | 0,6        | 0,6        | 0,5        | 15,4        | 14,9        | 7,8         | 11%          | 14%        | 17%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| PA Nova                   | 23,30  | 12,5        | 14,5        | 10,3        | 0,7        | 0,7        | 0,7        | 8,7         | 9,1         | 7,0         | 27%          | 17%        | 26%        | 3,2%        | 3,2%        | 3,2%        |
| Polnord                   | 8,67   | -           | 33,4        | 33,1        | 0,4        | 0,4        | 0,4        | -           | 37,4        | 14,3        | -            | 7%         | 7%         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Ronson                    | 1,40   | 4,5         | 21,1        | 14,8        | 0,6        | 0,7        | 0,7        | 3,6         | 22,4        | 12,9        | 18%          | 9%         | 13%        | 5,7%        | 13,6%       | 5,7%        |
| <b>Mediana</b>            |        | <b>12,1</b> | <b>13,5</b> | <b>10,3</b> | <b>0,7</b> | <b>0,7</b> | <b>0,7</b> | <b>8,7</b>  | <b>12,7</b> | <b>8,7</b>  | <b>17%</b>   | <b>17%</b> | <b>18%</b> | <b>0%</b>   | <b>3%</b>   | <b>3%</b>   |
| <b>ZAGRANICZNE SPÓŁKI</b> |        |             |             |             |            |            |            |             |             |             |              |            |            |             |             |             |
| Atrium European RE        | 3,99   | 15,6        | 14,4        | 14,1        | 0,7        | 0,8        | 0,8        | 13,1        | 13,6        | 12,9        | 76%          | 56%        | 84%        | 6,8%        | 9,1%        | 7,7%        |
| CA Immobilien Anlagen     | 25,74  | 25,1        | 25,0        | 23,6        | 1,1        | 1,0        | 1,0        | 28,9        | 21,0        | 21,5        | 91%          | 66%        | 68%        | 2,2%        | 3,0%        | 3,3%        |
| Deutsche Euroshop AG      | 30,44  | 18,5        | 17,4        | 17,1        | 0,9        | 0,8        | 0,8        | 13,0        | 12,9        | 13,0        | 89%          | 88%        | 88%        | 4,6%        | 4,8%        | 4,9%        |
| Immofinanz AG             | 1,88   | 68,3        | 51,0        | 37,2        | 0,6        | 0,7        | 0,7        | -           | 29,8        | 24,4        | 37%          | 39%        | 52%        | 3,2%        | 3,2%        | 3,4%        |
| Klepierre                 | 33,80  | 22,6        | 21,3        | 20,7        | 1,0        | 0,9        | 0,9        | 14,9        | 13,8        | 13,1        | 80%          | 83%        | 83%        | 5,3%        | 5,7%        | 6,1%        |
| Segro                     | 585,80 | 32,1        | 27,6        | 24,8        | 1,2        | 1,1        | 1,0        | 31,3        | 29,9        | 26,9        | 77%          | 78%        | 80%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Unibail Rodamco SE        | 187,75 | 23,5        | 22,7        | 22,0        | 1,0        | 1,0        | 0,9        | 16,7        | 15,6        | 14,7        | 88%          | 89%        | 85%        | 5,4%        | 5,7%        | 6,1%        |
| <b>Mediana</b>            |        | <b>23,5</b> | <b>22,7</b> | <b>22,0</b> | <b>1,0</b> | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>15,8</b> | <b>15,6</b> | <b>14,7</b> | <b>80%</b>   | <b>78%</b> | <b>83%</b> | <b>4,6%</b> | <b>4,8%</b> | <b>4,9%</b> |

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

### Notowania indeksów sektorowych na tle WIG20



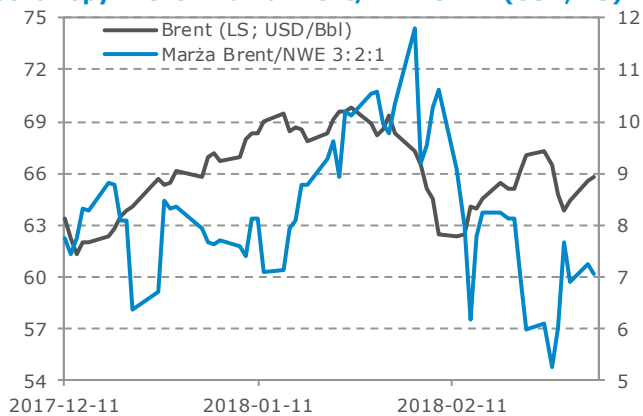
### WIG IT na tle MSCI Europe Software & Services (USD)



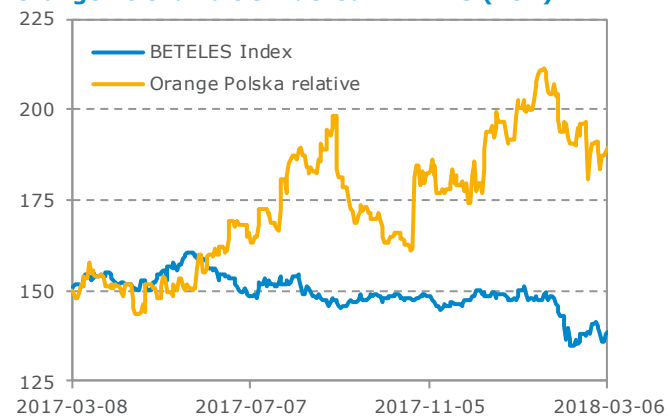
### OTP Bank i Komercni Banka na tle WIG Banki (EUR)



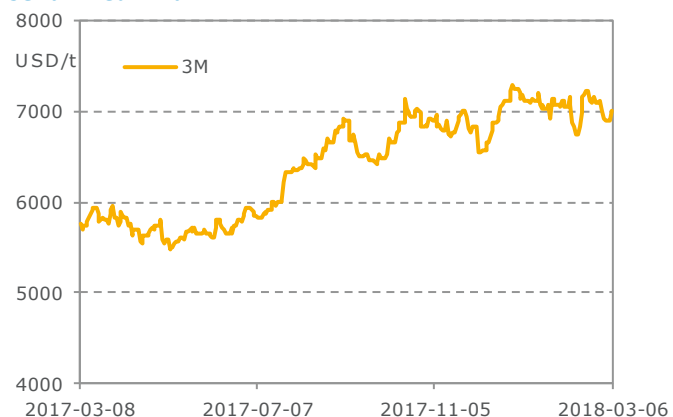
### Cena ropy Brent i marża Brent/NWE 3:2:1 (USD; PS)



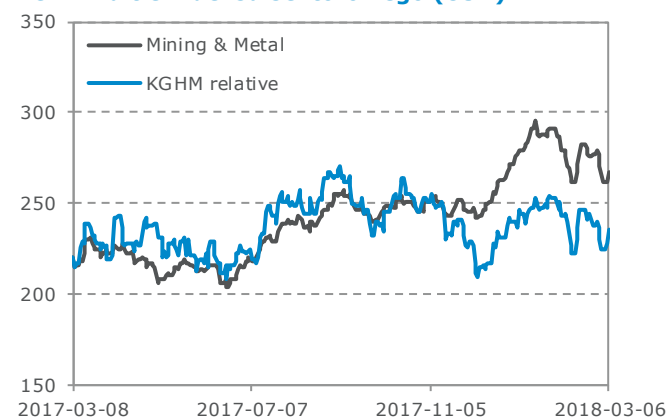
### Orange Polska na tle indeksu BETELES (EUR)



### Cena miedzi na LME



### KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)



Źródło: Bloomberg



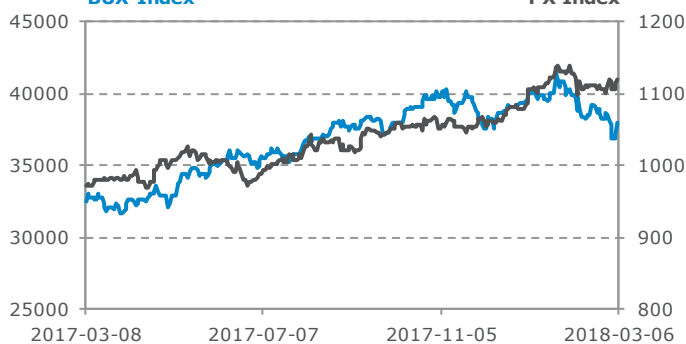
## Przegląd rynków zagranicznych

| Indeks    | Sesja z dnia | Otwarcie   | Maksimum   | Minimum    | Zamknięcie | Zmiana % |
|-----------|--------------|------------|------------|------------|------------|----------|
| DJIA      | 2018-03-06   | 24 965,89  | 24 995,24  | 24 708,41  | 24 884,12  | +0,04%   |
| S&P 500   | 2018-03-06   | 2 730,18   | 2 732,08   | 2 711,26   | 2 728,12   | +0,26%   |
| NASDAQ    | 2018-03-06   | 7 366,61   | 7 378,03   | 7 319,68   | 7 372,01   | +0,56%   |
| DAX       | 2018-03-06   | 12 229,29  | 12 259,58  | 12 110,34  | 12 113,87  | +0,19%   |
| CAC 40    | 2018-03-06   | 5 203,11   | 5 216,60   | 5 170,14   | 5 170,23   | +0,06%   |
| FTSE 100  | 2018-03-06   | 7 115,98   | 7 197,80   | 7 115,60   | 7 146,75   | +0,43%   |
| WIG20     | 2018-03-06   | 2 344,54   | 2 351,07   | 2 331,30   | 2 339,51   | +0,40%   |
| BUX       | 2018-03-06   | 37 116,59  | 38 030,07  | 37 101,02  | 38 008,47  | +2,39%   |
| PX        | 2018-03-06   | 1 113,85   | 1 126,52   | 1 113,85   | 1 120,96   | +0,70%   |
| RTS       | 2018-03-06   | 1 821,21   | 1 837,78   | 1 808,56   | 1 808,56   | -0,11%   |
| SOFIX     | 2018-03-06   | 683,12     | 686,83     | 681,67     | 681,67     | -0,21%   |
| BET       | 2018-03-06   | 8 384,01   | 8 439,78   | 8 384,01   | 8 432,84   | +0,58%   |
| XU100     | 2018-03-06   | 117 573,90 | 117 720,20 | 116 668,80 | 116 709,90 | -0,20%   |
| BETELES   | 2018-03-06   | 138,16     | 139,32     | 138,16     | 138,80     | +0,65%   |
| NIKKEI    | 2018-03-06   | 21 390,20  | 21 551,14  | 21 381,42  | 21 417,76  | +1,79%   |
| SHCOMP    | 2018-03-06   | 3 266,49   | 3 290,25   | 3 243,65   | 3 289,64   | +1,00%   |
| Miedź     | 2018-03-06   | 6 936,00   | 7 029,50   | 6 928,50   | 7 004,00   | +1,36%   |
| Ropa      | 2018-03-06   | 65,69      | 66,04      | 65,22      | 65,41      | -0,03%   |
| USD/PLN   | 2018-03-06   | 3,3959     | 3,3994     | 3,3681     | 3,3760     | -0,59%   |
| EUR/PLN   | 2018-03-06   | 4,1891     | 4,1941     | 4,1788     | 4,1877     | -0,03%   |
| EUR/USD   | 2018-03-06   | 1,2336     | 1,2420     | 1,2328     | 1,2404     | +0,55%   |
| USBonds10 | 2018-03-06   | 2,8789     | 2,9046     | 2,8552     | 2,8863     | +0,0055  |
| GRBonds10 | 2018-03-06   | 0,6650     | 0,7000     | 0,6400     | 0,6750     | +0,0320  |
| PLBonds10 | 2018-03-06   | 3,3370     | 3,3590     | 3,3320     | 3,3340     | +0,0040  |

WIG20 Index



BUX Index



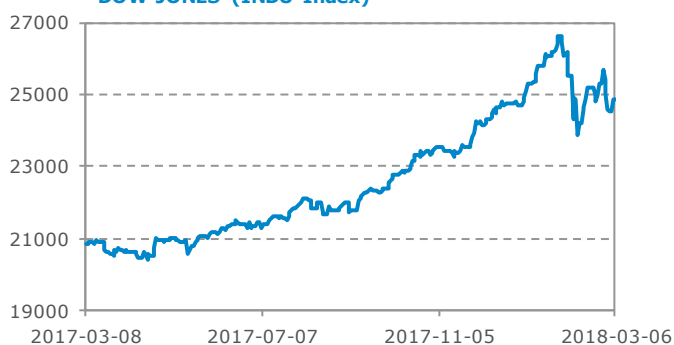
PX Index



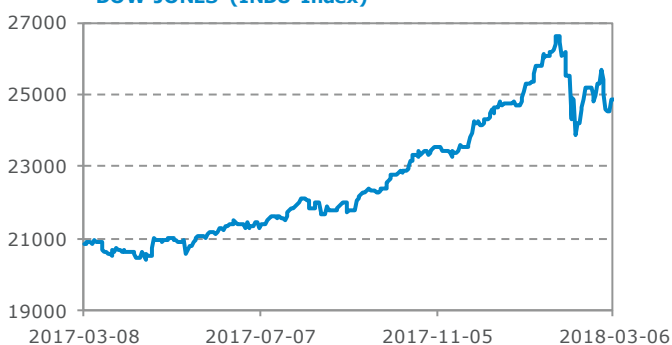
S&amp;P 500 (SPX Index)



NASDAQ (CCMP Index)



DOW JONES (INDU Index)



DAX Index



FTSE 100 (UKX Index)



Źródło: Bloomberg

CAC 40 Index



SOFIX Index



BET Index



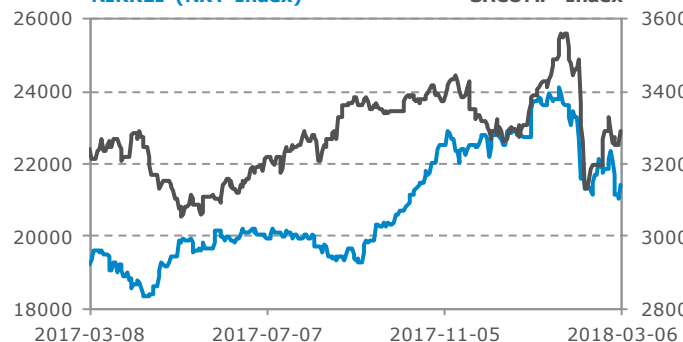
RTS (CRTX Index)



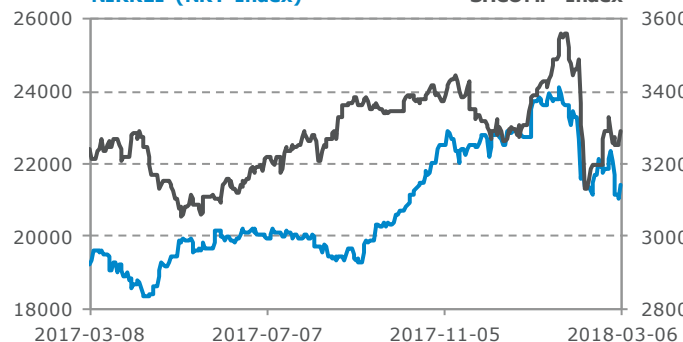
XU100 Index



NIKKEI (NKY Index)



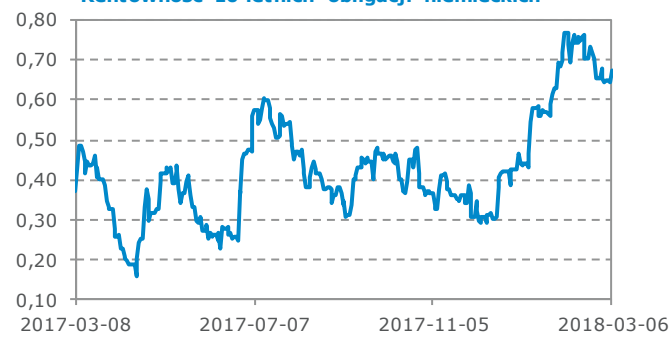
SHCOMP Index



Rentowność 10-letnich obligacji polskich



Rentowność 10-letnich obligacji niemieckich



Rentowność 10-letnich obligacji amerykańskich



Źródło: Bloomberg

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

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

**PRZEWAGA (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  
**NIEDOWAGA (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. Wylimitowanie 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, Energia, 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, BOS, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energia, 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, Rawplup, Robyng, 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/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: GetBack, Cognor Holding.

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, Robyng, 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 lub pośredniego dostępu do rekomendacji 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](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala  
+48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Szymon Kubka, CFA, PRM  
+48 22 697 48 54  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 86  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

Tomasz Galanciak  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

### Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

### Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)