piątek, 18 maja 2018 | opracowanie cykliczne

Komentarz poranny

Rynek akcji, Polska

Departament Analiz:

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

DJIA	24 714,0	-0,22%	FTSE 100	7 788,0	+0,70%	Miedź (LME)	6 879,0	+0,78%
S&P 500	2 720,1	-0,09%	WIG20	2 255,8	-0,88%	Ropa (Brent)	78,87	+0,46%
NASDAQ	7 382,5	-0,21%	BUX	37 538,0	-0,10%	USD/PLN	3,6426	+0,65%
DAX	13 114,6	+0,91%	PX	1 107,4	+0,12%	EUR/PLN	4,2962	+0,54%
CAC 40	5 621,9	+0,98%	PLBonds10	3,309	+0,038	EUR/USD	1,1795	-0,11%

Informacje ze spółek i sektorów

Getin Noble Bank

Trzymaj – 2018-05-09
Cena docelowa: 1,40 PLN

Podsumowanie konferencji po wynikach za 1Q'18

Podczas konferencji podsumowującej wyniki, prezes Artur Klimczak wskazał, że poziom rezerw z 1Q'18 powinien być punktem odniesienia na kolejne kwartały, a największym wyzwaniem dla banku będzie wzrost wyników z działalności podstawowej, podczas gdy koszty będą utrzymywane na podobnym poziomie. W działalności kredytowej, Getin Noble Bank zamierza w krótkim okresie koncentrować się na produktach, które generują najwyższą marżę. Jednocześnie, prezes poinformował, iż ostatnie miesiące przyniosły spadek kosztów finansowania o większej skali niż w całym 2H'17. **Komentarz zarządu wspiera nasz pogląd, że bank powinien osiągnąć zysk w 2018 roku. (M. Konarski, M. Polańska)**

Skarbiec Holding

Kupuj – 2018-02-02
Cena docelowa: 56,30 PLN

Skarbiec szacuje potencjał dywidendowy spółki na około 30 mln PLN

Po wynikach za 3Q'17/18 potencjał dywidendowy spółki wyniósł 29,1 mln PLN. Niemniej jednak należy oczekiwać dodatkowego 1,5 mln PLN ze Skarbiec Holding w finalnym kwartale roku obrotowego 2017/18. Prezes Skarbiec Holding oczekuje kontynuacji polityki dywidendowej, która zakłada wypłatę 100% zysku netto. **Wiadomość pozytywna. Przy maksymalnej wypłacie dywidendy, która jest naszym zdaniem prawdopodobna, DPS wyniósłby 4,49 PLN a Dividend Yield 16,0%. (M. Konarski)**

CEZ

Sprzedaj – 2018-05-09
Cena docelowa: 449,51 CZK

Kiedy rekomendacja koncepcji atomowej?

Wczoraj czeski minister przemysłu Tomas Huner poinformował, że na najbliższym posiedzeniu komitet energii jądrowej nie przedstawi jeszcze konkretnej rekomendacji dla rządu w sprawie koncepcji realizacji projektu atomowego. Obecnie rozważane są dwie opcje: CEZ realizuje projekt albo realizuje go spółka w 100% zależna od rządu wydzielona z koncernu (węgiel, atom, kopalnie). Na ten moment zrezygnowano z 3 opcji (osobna spółka SPV należąca do CEZ). Według ministra decyzja powinna być podjęta do końca roku. Zwrócił on uwagę, że wybór pierwszej opcji oznaczałby zmianę polityki dywidendowej CEZ. **Zwracamy uwagę, że rynek praktycznie przestał dyskontować ryzyko związane z projektem atomowym, mimo że nadal istnieje realne zagrożenie wyboru pierwszego scenariusza. (K. Kliszcz)**

Wirtualna Polska

Akumuluj – 2018-04-24
Cena docelowa: 60,00 PLN

Przejęcie MyTravel

Wakacje.pl, spółka zależna Wirtualnej Polski, uzgodniła warunki umowy zakupu 100% udziałów w spółce MyTravel. Cena za kapitały własne to 10-19 mln PLN (zależna od wyników za 2018 r. targetu), będzie płatna w trzech transzach. Ostateczne rozliczenie ceny sprzedaży nastąpi w 3Q'19, a pierwsza transza rzędu 7,9 mln PLN nastąpi w dniu zawarcia umowy zakupu. Tytuł prawny do udziałów nastąpi w dniu zawarcie umowy. Płatność pierwszej transzy zostanie sfinansowana ze środków własnych Wakacje.pl. My Travel prowadzi franczyzową, stacjonarną sieć sprzedaży wycieczek i innych usług turystycznych. W ramach sieci funkcjonuje 116 salonów, co zapewnia jej pozycję największej agencyjnej sieci na rynku polskim. **Akwizycja nie jest znacząca patrząc na 1,63 mld PLN kapitalizacji rynkowej WPL. Wakacje.pl mają obecnie sieć 105 salonów franczyzowych. Zakup w modelu ROPO (reserach online, purchase offline) jest bardzo popularny. Prezes WPL szacuje na 60% współczynnik zakupu wycieczek w Wakacje.pl w ten sposób. Stad WPL nabywając MyTravel rozszerza sieć sprzedaży, tym samym stara się być bliżej klientów, którzy chcę się spotkać bezpośrednio ze sprzedawcą kupując wycieczki, gdyż nie są gotowi na przeprowadzenie całej transakcji online. Spółka nie ma długu, wskaźnik EV/EBITDA'18 można szacować na <8,0x. (P. Szpigiel)**

Boryszew

Równoważ – 2017-11-30

Wywiad z Zarządem po wynikach

- Grupa Boryszew planuje w 2018 roku przeznaczyć na inwestycje kwotę 320-350 mln PLN. W ramach nowych inwestycji planowane są nakłady na podwojenie mocy produkcyjnych w walcowni w Koninie (z obecnych 100 tys. ton do 200 tys. ton). Inwestycja powinna się zakończyć w 2022-2023 roku. Spółka chce też poprawiać efektywność nowych zakładów w

segmencie Automotive w Toruniu i w Meksyku. Nowe inwestycje w Automotive będą skierowane w automatyzację produkcji.

- Z powodu dużych planów rozwojowych zarząd Boryszewa będzie rekomendował niewypłacanie dywidendy z zysku za 2018 rok.
- Grupa Boryszew realizuje obecnie 12 projektów badawczo-rozwojowych dużej skali. Cztery z nich dotyczą walcowni w Koninie, trzy projekty realizowane są w hucie Skawina, a pozostałe m.in. w Silesii i Sochaczewie. Do tej pory na te przedsięwzięcia Spółka uzyskała dofinansowanie unijne w wysokości 62 mln PLN.
- Plany Boryszewa na 2018 rok obejmują też dalszą dywersyfikację bazy klientów oraz uzyskanie synergii z zakładami Maflow, wchodzącymi w skład grupy kapitałowej.
- Zarząd przy wynikach przedstawił, że w 1Q'17 w segmencie motoryzacyjnym Spółka zaksięgowała kilkanaście mln PLN zysku z tytułu odszkodowania od ubezpieczyciela po pożarze zakładu w Prenzlau. Odszkodowane po kilkanaście mln PLN kwartalnie było również księgowane w 2Q'17 oraz 3Q'17. W 1Q'18 i kolejnych kwartałach Spółka nie będzie już otrzymywać odszkodowania. Zarząd mimo tego ma nadzieje na zrekompensowanie tego efektu.
- Z powodu dużej zmienności na rynku Boryszew nie będzie publikować prognozy wyników finansowych na 2018 rok.
- Zarząd zakłada, że w całym 2018 roku wynik EBITDA będzie wyższy niż w 2017 roku.
- Spółka na bieżąco współpracuje z Izbą Skarbową w sprawie potencjalnych roszczeń podatku VAT. Obecnie ponad te w ZM Silesia, które zostały obrezerwowane w 2017 roku pojawiło się jeszcze roszczenie na 3 mln PLN w Grupie Hutmen. **(J. Szkopek)**

PBKM
Trzymaj – 2018-04-06
Cena docelowa: 76,83 PLN

Przejęcie w Szwajcarii

Famicord, spółka zależna w 100% od PBKM, nabyła 100% akcji w Biocell Lugano za 1,6 mln EUR (cena zostanie pomniejszona o wartość ustalonych w ciągu kolejnych 90 dni zobowiązań Biocell Lugano względem sprzedających, które na dzień zawarcia umowy nabycia szacowane są na ok. 0,1 mln EUR). Przejęcie umożliwia wzrost biznesu na nowych rynkach, wprowadzenie nowych usług i nawiązanie korzystnych relacji partnerskich i zostanie sfinansowane ze środków własnych Grupy PBKM. Płatność za przejęte udziały jest rozłożona na trzy raty płatne do 2020 roku. Biocell Lugano specjalizuje się w usługach medycznych, preparatyce i przechowywaniu komórek macierzystych z płynu owodniowego, łożyska i kosmówki. **Skala transakcji niewielka vs. ok. 350 mln PLN kapitalizacji PBKM. Zakup laboratorium w Szwajcarii przełoży się na ofertę usług PBKM w Europie Zachodniej i podniesienie jakości usług. Cena płacona jest relatywnie niewielka patrząc na skalę biznesu PBKM i wydatki na budowanie i wyposażenie laboratorium, jeśli stawiać by je organicznie. (P. Szpigiel)**

LPP
Trzymaj – 2018-05-09
Cena docelowa: 9 500,00 PLN

Podsumowanie po konferencji wynikowej

Zarząd Vistula oczekuje utrzymania się ponad 10% dynamiki lfl w maju oraz czerwcu 2018 roku. Istotnie na dynamikę lfl przekłada się bardzo dobre przyjęcie nowej kolekcji w marce Reserved. W 1Q'18 nie było widocznej poprawy na rynku niemieckim. Sytuacja na tym rynku uległa poprawie w 2Q'18. Koszty SG&A/mkw. w 2018 roku powinny rosnąć w tempie podobnym do 1Q'18 (+5,1% r/r), co jest poniżej wcześniejszych założeń „wysokiej jednocyfrowej dynamiki". W 2Q'18 spółka oczekuje istotnej poprawy marży brutto na sprzedaży wynikającej z korzystnych warunków zakupu. Sprzedaż w kanale internetowym wyniosła 139% r/r w 1Q'18 i jest powyżej celu całorocznego zakładającego wzrost o 100% r/r 2018 roku. Spółka podtrzymała wcześniej komunikowane cele dotyczące wzrostu powierzchni sprzedażowej, Capex oraz marży brutto na sprzedaży. Spółka zapowiedziała zmianę roku obrotowego, który od 2019 roku będzie zaczynał się w lutym. **Po 1Q'18 pozytywnym zaskoczeniem jest niższa niż w poprzednich kwartałach dynamika kosztów SG&A/mkw. r/r, która powinna się utrzymać w 2018 roku (zaraportowana dynamika jest poniżej naszych szacunków SG&A/mkw., które wynoszą +8,7% r/r w 2018 roku). Dodatkowo wyniki w 2Q'18 będą wspierane przez wysoką dynamikę lfl (wyższa niż w 1Q'18). (P. Bogusz)**

TXM
Kupuj – 2018-05-09
Cena docelowa: 5,44 PLN

Podsumowanie po konferencji wynikowej

Zarząd Vistula oczekuje istotnej poprawy wyników r/r w 2018 roku. Pozytywny trend w sprzedaży powinien być kontynuowany w maju oraz kolejnych miesiącach. Pozytywnie na osiąganą marżę brutto na sprzedaży wpływa zwiększenie importu bezpośredniego (stanowił 34% zakupów kolekcji wiosna-lato'18) oraz poprawienie oferty sprzedażowej (rentowność w kwietniu była wyższa o 2-2,5p.p. r/r). Planowane jest zwiększenie importu bezpośredniego do 50% zakupów w kolekcji jesień-zima. Zarząd spółki koncentruje się na optymalizacji kosztów SG&A, czego pierwsze efekty były widoczne w 1Q'18 (potencjał do obniżki kosztów najmu, renegocjacja warunków wynagrodzeń ajentów). TXM zmodernizował politykę marketingową, wprowadzając reklamę w TV (pierwsze pozytywne efekty widoczne w okresie kwiecień/maj). Budżet marketingowy pozostanie na takim samym poziomie r/r w 2018 roku. **W spółce prowadzonych jest wiele zmian, których efekty stopniowo powinny być widoczne w rezultatach TXM. Pozytywnie oceniamy zmiany w obszarze oferty zakupowej, marketingu, kosztów oraz w zakresie zaopatrzenia towarem (wzrost importu bezpośredniego). (P. Bogusz)**

Wyniki spółek

Atende

Przeważaj – 2018-03-28

Wyniki zgodne z oczekiwaniami, słaby CFO

- Atedne zaraportowało nieznacznie niższe od naszych oczekiwań oczekiwań wyniki. Przychody w 1Q'18 wyniosły 57,1 mln PLN vs. 48,5 mln PLN oczekiwania, zysk EBITDA 2,0 mln PLN vs. 2,2 mln PLN oczekiwania.
- Niewielkie negatywne zaskoczenie wynika z niższych od naszych oczekiwań wyników spółki matki. Zysk brutto ze sprzedaży matki wyniósł 7,3 mln PLN vs. 9,3 mln PLN estymacje. Dzięki niższym SG&A na poziomie 8,7 mln PLN, strata na EBIT wyniosła -1,1 mln PLN vs. -0,5 mln PLN założenia.
- Dość dobre wyniki osiągnęły spółki córki. Przychody wyniosły razem 15,4 mln PLN vs. 10,8 mln PLN oczekiwania. Przy rentowności >50% zysk EBIT wyniósł 1,0 mln PLN.
- CFO w okresie był na poziomie -70,0 mln PLN. To efekt odpływu 109,1 mln PLN na zobowiązaniach. Atende zapowiadało na konferencji po wynikach 4Q'17, że bardzo wysoki CFO w 4Q'17 to efekt niezapłacenia za cześć faktur przed zakończeniem roku. Niemniej jednak odpływ aż na 109 mln PLN jest bardzo duży i pozostaje kwestią do wyjaśnienia. Spodziewamy się, że wiąże się to z dużym kontaktem dla MON wykonywanym przez Atende – do potwierdzenia na dzisiejszym spotkaniu powynikowym.
- **Podsumowując, wyniki za 1Q'18 nie przyniosły przełomy. Są niskie – zgodnie z oczekiwaniami (1Q'18 jest sezonowo najsłabszy w wykonaniu Atende, co jest dla spółek z branży naturalne). Słabo wygląda CFO, jednak może wynika z realizowanym przez spółkę matkę kontaktów publicznych. Na chwilę obecną podtrzymujemy naszą roczną prognozę rzędu 15,6 mln PLN to implikuje atrakcyjny wskaźnik 9,8x.**

(P. Szpigiel)

Skonsolidowane wyniki kwartalne Atende w 1Q 2018

(mln PLN)	1Q'18	1Q'17	zmiana	1Q'18P	różnica	2018P	wykonanie
Przychody	57,1	42,7	33,7%	48,5	17,9%	300,3	19,0%
EBITDA	2,0	1,5	29,8%	2,2	-9,6%	29,8	6,5%
marża EBITDA	3,4%	3,5%	-	4,5%		9,9%	
EBIT	0,0	-0,2	-	0,5	-	23,0	-0,2%
Zysk brutto	0,0	-0,4	-	0,0	-	23,0	0,1%
Zysk netto	0,0	0,0	-	0,4	-	15,6	-0,2%

Źródło: Atende, Dom Maklerski mBanku, PAP

Wasko

Przeważaj – 2018-03-28

Wyniki poniżej oczekiwań

- Wasko zaraportowało przychody na poziomie 53,5 mln PLN vs. 65,4 mln PLN oczekiwania (różnica rzędu 18%). Obroty są w kwartale niższe R/R, głównie przez niższą R/R sprzedaż w segmencie działalności handlowej.
- Przy rentowności brutto ze sprzedaży 14,9 % (+1, p.p. vs. oczekiwania, ale -5,9 p.p. vs. 1Q'17) oraz wyższym od naszych oczekiwań poziomie kosztów SG&A (9,9 mln PLN vs. 8,2 mln PLN) zysk EBIT wyniósł -2,1 mln PLN. Zakładaliśmy +0,3 mln PLN zysku. Wasko tłumaczy wyniki kosztami ponoszonymi w związku z nakładami na przygotowanie realizacji kontraktów w zakresie sieci szerokopasmowych.
- Z drugiej strony CFO był wysoki i wyniósł 15,8 mln PLN vs. -1,1 mln PLN rok wcześniej. To pochodna dużego spływu należności (+37,2 mln PLN wpływu w okresie).
- **Podsumowując, wyniki Wasko w 1Q'18 wypadły słabiej niż oczekiwaliśmy, nasza prognoza zysku na cały rok rzędu 9,4 mln PLN może być trudna do realizacji, choć na chwilę obecną nie jest to przesądzone. Wyników broni wysoki CFO. (P. Szpigiel)**

Skonsolidowane wyniki kwartalne Wasko w 1Q 2018

(mln PLN)	1Q'18	1Q'17	zmiana	1Q'18P	różnica	2018P	wykonanie
Przychody	53,5	58,4	-8,3%	65,4	-18,1%	312,4	17,1%
EBITDA	1,2	5,5	-79,0%	3,8	-69,8%	31,1	3,7%
marża EBITDA	2,1%	9,4%	-	5,8%		10,0%	
EBIT	-2,1	2,1	-	0,3	-	17,6	-
Zysk brutto	-1,8	2,2	-	0,0	-	16,8	-
Zysk netto	-1,7	1,3	-	0,0	-	12,8	-

Źródło: Wasko, Dom Maklerski mBanku, PAP

JSW
Kupuj – 2018-05-09
Cena docelowa: 109,12 PLN

Oczyszczone wyniki zgodne z konsensusem, dobre wyniki w koksowniach, wzrost gotówki netto

- Przychody ze sprzedaży w 1Q'18 były zgodne z naszymi oczekiwaniami oraz oczekiwaniami rynku (spółka wcześniej prezentowała szacunkowe dane produkcyjne za 1Q'18).
- **Wyższe** niż oczekiwaliśmy okazały się **przychody segmentu koksu** (+19% vs. nasze szacunki), co wynika z **wyższych o 3,2% od naszych oczekiwań średnich cen koksu** (wolumeny praktycznie były zgodne z oczekiwaniami i naszymi szacunkami, więc coś dodatkowo musiało wpłynąć na wynik sprzedażowy segmentu). Warto zwrócić uwagę, że Grupa **JSW sprzedawała koks z premią do** śledzonych przez nas **notowań rynkowych** (2,6%) i była to pierwsza premia od 1Q'16.
- Przychody ze sprzedaży węgla były o 5% niższe niż zakładaliśmy w efekcie **niższego o 5% od naszych założeń wolumenu sprzedaży węgla koksowego** i **wyższego o 8% wolumenu sprzedaży węgla energetycznego**. W sumie średnia cena sprzedaży węgla koksującego była o 3,4% niższa niż szacowaliśmy, a średnia cena była o 4,4% niższa niż wynikało to z śledzonych przez nas średnich cen rynkowych. Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę, że **średnie ceny węgla energetycznego** były o 4% wyższe niż zakładaliśmy i praktycznie **najwyższe od końca 2013 roku**.
- **Mining Cash Cost** wyniósł w 1Q'18 **298,8 PLN/t** I był o **1,2% niższy niż zakładaliśmy** w prognozach (285,2 PLN/t w 1Q'17, ale w 2018 roku przywrócono przywileje pracownicze). Zaskoczyła nas niższa o 13% wartość kosztów usług obcych oraz 3% niższa wartość kosztów zużycia materiałów i energii. Wyższe okazało się świadczenia pracownicze (+5% vs. nasze oczekiwania). Średnia pensja na pracownika wyniosła w 1Q'18 10,23 tys. PLN (koszt pracodawcy) i była o 2% niższa niż zakładaliśmy. Zatrudnienie natomiast było o 280 osób w grupie wyższe niż zakładaliśmy.
- Warto zwrócić uwagę, że średnie wydobycie w kwartale na pracownika fizycznego wyniosło 201 ton (vs. 187 ton w 1Q'17). Tak wysoka wartość miała miejsce w ostatnich latach tylko w 1Q'16.
- W segmencie produkcji koksu **Coke Conversion Cost** w 1Q'18 wyniósł **139,1 PLN/t** i był o **3,9% niższy niż zakładaliśmy** w prognozach (140,4 PLN/t w 1Q'17). W segmencie koksu warto zwrócić uwagę, że **obłożenie koksowni wzrosło w 1Q'18 do 95%** vs. 87% w 1Q'17.
- Skorygowana o zdarzenia jednorazowe EBITDA Grupy wyniosła w 1Q'18 1072 mln PLN i była wyższa od naszych prognoz (praktycznie nasza prognoza była najbardziej konserwatywna w konsensusie z uwagę na wyższe zakładane koszty) oraz na poziomie konsensusu. Największym zdarzeniem jednorazowym mającym wpływ na odchylenie od raportowanego wyniku było **odszkodowanie z tytułu pożaru w KWK Pniówek na 61,5 mln PLN**.
- W sumie EBITDA segmentu wydobycia wyniosła 1126 mln PLN (1297 mln w 1Q'17), koksowego 56 mln PLN (-48 mln PLN w 1Q'17), a pozostałych 46 mln PLN (27 mln PLN w 1Q'17).
- Spółka na koniec 1Q'18 została z **relatywnie wysokie zapasy węgla koksowego** (753 tys. ton – najwyżej od 1Q'13). Zapasy koksu i węgla kamiennego pozostały na niskich poziomach.
- W wynikach warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na utrzymujący się **wysoki przepływ gotówki z działalności operacyjnej** (639 mln PLN vs. 792 mln PLN w 1Q'17), pomimo że wartość kapitału obrotowego wzrosła na przestrzeni kwartału o 380 mln PLN. Wartość gotówki netto na koniec 1Q'18 wyniosła 2,1 mld PLN (wzrost środków pieniężnych o 480 mln PLN; **18 PLN/akcja gotówki netto na bilansie**). **Wydatki inwestycyjne w 1Q'18** wyniosły **poniżej 320 mln PLN** - jedynie 18% zaplanowanych na 2018 wydatków.
- **Wyniki JSW po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe są na poziomie konsensusu rynkowego. W wynikach cieszy wysokie wykorzystanie mocy w koksowniach i wyższe niż wynikałoby to z warunków rynkowych średnie ceny sprzedaży koksu. Rośnie wyraźnie wydobycie węgla na pracownika fizycznego, a Mining Cash Cost rośnie w niższym niż zakładaliśmy tempie. Warto zwrócić naszym zdaniem uwagę na wzmocnienie bilansu (w sumie 18 PLN gotówki netto na akcję na koniec 1Q'18) przez dobry przepływ gotówki z działalności operacyjnej oraz umiarkowane inwestycje (wykonanie rocznego planu jedynie w 18% po 1Q'18). Obecnie naszym zdaniem JSW korzysta z mocnego momentu w przemyśle stalowym na świecie. Zapasy stali w Chinach spadają najszybciej od 5-ciu lat, a obłożenie mocy w światowym hutnictwie wzrosło do 75%. Takie warunki sprzyjają wysokim cenom węgla koksowego i popytowi na koks. (J. Szkopek)**

Skonsolidowane wyniki kwartalne JSW w 1Q 2018

(mln PLN)	1Q'18	1Q'17	zmiana	1Q'18P	różnica	konsensus (mediana)	różnica	2018P	2017P	r/r
Przychody	2 510,6	2376,0	6%	2452,0	2,4%	2528,3	-0,7%	9623,9	8877,2	8,4%
EBITDA skor.	1 072,7	1239,7	-13%	893,8	20,0%	1078,2	-0,5%	3568,2	3508,8	1,7%
marża EBITDA	42,7%	52,2%		36,5%	-	42,6%	-	37,1%	39,5%	
EBIT skor.	888,8	1046,6	-15%	688,2	29,1%	865,2	2,7%	2745,6	2684,1	2,3%
Zysk netto skor.	690,8	864,5	-20%	544,3	26,9%	698,4	-1,1%	2224,9	2188,7	1,7%

Źródło: JSW, Dom Maklerski mBanku, PAP

Apator

Równoważ – 2018-02-28

Wyniki zgodne z naszymi szacunkami, lekko powyżej konsensusu

- **Przychody ze sprzedaży** w 1Q'18 wyniosły 182,2 mln PLN i były o 13% niższe od naszych prognoz oraz 9% niższe od konsensusu. W sprzedaży w 1Q'18 z konsolidacji została wyjęta Spółka Apator Mining. W wynikach warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na spadki **obrotów w segmentach opomiarowania gazu** (-29% r/r do 48,9 mln PLN) **oraz smart grid** (-12% r/r do 76,5 mln PLN). Sprzedaż w opomiarowaniu wody na porównywalnym poziomie r/r (56,8 mln PLN).
- Spadek sprzedaży w smart grid nastąpił ze względu na ograniczenie **popytu na liczniki indukcyjne** (zmiana technologii) oraz **przesunięcie realizacji niektórych kontraktów** (w tym związane z **niekorzystnymi warunkami pogodowymi** dla linii aparatury łączeniowej). Niższa sprzedaż w opomiarowaniu gazu związana przede wszystkim z zakończeniem realizacji dużego kontraktu w Wielkiej Brytanii (stąd również 29% spadek sprzedaży w UE r/r).
- **Wyniki operacyjnej praktycznie były zgodne z naszymi oczekiwaniami**. Niższa wartość r/r wynika z efektu dźwigni operacyjnej (niższe obroty).
- Przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 1Q'18 był porównywalny r/r (31,5 mln PLN vs. 34,9 mln PLN w 1Q'17). Dług netto zmniejszył się na przestrzeni kwartału o 14 mln PLN do 112 mln PLN (1,1xEBITDA'12m; 0,9x EBITDA skorygowana).
- Spółka obecnie jest notowana na naszych prognozach na wskaźnikach **P/E'18 12,3x** oraz **7,1 EV/EBITDA'18**. **(J. Szkopek)**

Skonsolidowane wyniki kwartalne Apator w 1Q 2018

(mln PLN)	1Q'18	1Q'17	zmiana	1Q'18P	różnica	Konsensus	różnica	2018P	2017	zmiana
Przychody	182,2	220,7	-17,4%	209,6	-13,1%	200,8	-9,2%	851,8	894,6	-4,8%
EBITDA	29,5	33,1	-10,8%	28,9	2,2%	27,7	6,5%	124,0	115,9	7,0%
marża EBITDA	16,2%	15,0%	-	13,8%		13,8%		14,6%	13,0%	
EBIT	19,5	23,8	-18,0%	19,5	-0,1%	17,7	10,0%	84,6	76,8	10,1%
Zysk netto	14,2	16,5	-14,1%	14,6	-2,6%	13,3	6,9%	64,1	55,2	16,0%

Źródło: Apator, Dom Maklerski mBanku, PAP

PA Nova

Równoważ – 2018-03-29

1Q'18: Mocny początek roku

- PA Nova zaraportowała bardzo dobre wyniki finansowe, osiągając 41% dynamiki EBIT oraz 84% dynamiki ZN w ujęciu r/r.
- Poprawa miała miejsce w obu segmentach działalności. NOI (zysk brutto ze sprzedaży) segmentu najmu wzrósł o 15% r/r. Segment budowlany wypracował 2,9 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży vs. 1,0 mln PLN straty w 1Q'17.
- Zadłużenie netto wzrosło na koniec marca o 2% r/r (3% q/q) w związku z poczynionymi nakładami na nieruchomości. Wskaźnik długu netto do kapitałów własnych utrzymał się na poziomie 105%.
- **Podsumowując, wyniki PA Novej za 1Q oceniamy pozytywnie. 1Q był prawdopodobnie najlepszym pod względem osiągniętego ZN kwartałem w historii spółki. Spółka realizuje 35% naszej całorocznej prognozy ZN, co znacznie zwiększa szanse jej wykonania w całości. Z uwagi na brak wypłaty dywidendy w '18 oraz relatywnie wysokie zadłużenie rekomendujemy równoważenie akcji PA Novej. Spółka jest notowana na P/B=0,66x oraz P/E'18=7,7x w oparciu o naszą prognozę. (P. Zybała)**

Skonsolidowane wyniki kwartalne PA Nova w 1Q 2018

(mln PLN)	1Q'18	1Q'17	zmiana	2017	2016	zmiana	2018P	wykonanie
Przychody ze sprzedaży	51,6	43,4	18,9%	255,3	182,9	39,6%	220,3	23%
Zysk brutto ze sprzedaży	16,9	11,4	48,7%	62,4	48,5	28,7%	56,8	30%
marża	32,7%	26,2%	-	24,4%	26,5%	-	25,8%	-
EBIT	14,0	9,9	40,9%	41,6	47,1	-11,6%	50,1	28%
Zysk brutto	11,7	7,0	67,8%	31,8	33,5	-4,9%	39,3	30%
Zysk netto	10,9	5,9	84,3%	25,0	26,8	-6,7%	30,7	35%

Źródło: PA Nova, Dom Maklerski mBanku

Trakcja
Równoważ – 2018-03-29

1Q'18 : Słaba struktura bilansu

- Rachunek wyników Trakcji nie różnił się względem wstępnych danych opublikowanych w minionym tygodniu. Trakcja opublikowała wówczas informację o 22 mln PLN straty netto względem konsensusu, który ukształtował się na poziomie ok. -6 mln PLN.
- Portfel zamówień Trakcji wyniósł na koniec marca 1958 mln PLN (+10% q/q, +45% r/r). Nowe zamówienia wzrosły w 1Q'18 ponad dwukrotnie r/r i wyniosły 431 mln PLN.
- Zadłużenie netto Trakcji wyniosło na koniec marca 165 mln PLN vs. 20 mln PLN gotówki w marcu ubiegłego roku. Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł -146 mln PLN w samym 1Q'18.
- Jedną z głównych przyczyn zwiększenia zadłużenia r/r był wzrost salda "kontraktów budowlanych i zaliczek": +55 mln PLN r/r. Podejrzewamy, że sam wzrost salda wyceny kontraktów budowlanych był znacznie wyższy. Na koniec 2017 r. wyniósł on +89 mln PLN. Wzrost zadłużenia był też pochodną pogorszenia salda należności-zobowiązania handlowe (+34 mln PLN) oraz wzrostu zapasów (+25 mln PLN).
- Łączne zaangażowanie Trakcji w kapitał obrotowy netto stanowiło na koniec marca '18 ok. 14% rocznych przychodów. W minionym roku była to poziom 5% rocznych przychodów.
- **Podsumowując, rachunek wyników Trakcji nie stanowił zaskoczenia po wcześniejszej publikacji danych wstępnych. Strata została wygenerowana mniej więcej po połowie przez działalność Grupy w Polsce i na Litwie. Niepokojącym zjawiskiem i negatywnym zaskoczeniem dla nas jest bardzo słaby cash flow. W szczególności niepokojąca jest silna nadwyżka przychodów wg. stopnia zaawansowania nad przychodami zafakturowanymi. (P. Zybała)**

Skonsolidowane wyniki kwartalne Trakcja w 1Q 2018

(mln PLN)	1Q'18	1Q'17	zmiana	2017	2016	zmiana	2018P	wykonanie
Przychody	205,1	136,7	50,1%	1 374,3	1 381,2	-0,5%	1 393,2	15%
EBITDA	-16,4	1,5	-1195,1%	67,1	97,2	-31,0%	52,3	-31%
marża EBITDA	-8,0%	1,1%	-	4,9%	7,0%	-	3,8%	-
EBIT	-23,8	-6,1	-	38,1	73,8	-48,3%	22,4	-106%
Zysk brutto	-25,7	-6,9	-	33,1	67,3	-50,8%	18,7	-137%
Zysk netto	-22,4	-6,1	-	31,4	54,7	-42,5%	15,0	-150%

Źródło: Trakcja, Dom Maklerski mBanku

PBKM
Trzymaj – 2018-04-06
Cena docelowa: 76,83 PLN

Wyniki powyżej oczekiwań z/w na przychody na pozostałej działalności operacyjnej (w tym zdarzenia jednorazowe)

- Wyniki PBKM w 1Q'18 były wyższe od konsensusu. Jednak na linii pozostałe przychody operacyjne zaksięgowano 1,7 mln PLN w związku z pozytywnym wyrokiem Sądu Najwyższego na Węgrzech, który potwierdził iż usługi oferowane przez spółkę zależną PBKM Krio w 2011 roku nie podlegały opodatkowaniu podatkiem VAT. Po oczyszczeniu wynik EBITDA/EBIT wynosi odpowiednio 11,4/ 9,9 mln PLN i jest odpowiednio 9,2%/11,1% wyższy od naszych oczekiwań. Różnica z oczekiwaniami wynika także z pozostałej dział. operacyjnej (poza wspomnianym wyżej efektem zaksięgowano tam 1,34 mln PLN vs. 0,0 mln PLN nasze założenia).
- Przychody w okresie wyniosły 36,1 mln PLN. W rozbiciu wodzimy wyższe od naszych założeń przychody z bankowania: 32,5 mln PLN vs. 30,3 mln PLN estymacje, ale niższy obrót na wysokomarżowych terapiach (2,7mln PLN vs. 3,1 mln PLN).
- Rentowność zysku brutto ze sprzedaży spadła do 23,8% vs. 25,1% rok wcześniej i 25,6% nasze założenia. Wzrost kosztów widoczny jest w przypadku przechowywania próbek (2,2 mln PLN vs. +1,6 mln PLN tj. o blisko 35% R/R). Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł ostatecznie 8,6 mln PLN vs. 8,9 mln PLN założenia.
- Przychody finansowe netto wyniosły w kwartale +0,9 mln PLN vs. -0,5 mln PLN estymacje. Wyższy od założeń był jednak podatek. 2,8 mln PLN vs. 1,7 mln PLN oczekiwania. Zysk netto dla jed. dominującej wyniósł 9,8 mln PLN.
- Zwracamy uwagę na wysoki CFO w okresie: +9,6 mln PLN vs. +3,9 mln PLN rok wcześniej. Wyniósł on blisko 43% CFO wygenerowanego w całym 2017. To pochodna dość niskiego odpływu gotówki na kap. obrotowym (do wyjaśnienia ze spółką). Jeśli PBKM poprawiłby przełożenie wyników na gotówkę w sposób trwały – byłby to bardzo pozytywne dla naszego postrzegania spółki.
- **Podsumowując, wyniki za 1Q'18 po korekcie o zdarzenie jednorazowe są wyższe od naszych estymacji o blisko 10%, jednak zaskoczenie wynika w całości z poz. dział. operacyjnej. Działalność podstawowa nie przyniosła zaskoczenia, stąd same wyniki odbieramy neutralnie. Z drugiej strony na uwagę zasługuje bardzo wysoki CF z dział. operacyjnej w 1Q'18, co oceniamy pozytywnie. (P. Szpigiel)**

Skonsolidowane wyniki kwartalne PBKM w 1Q 2018

(mln PLN)	1Q'18	1Q'17	zmiana	1Q'18P	różnica	2018P	wykonanie
Przychody	36,1	33,8	6,9%	34,9	3,4%	161,0	22,4%
EBITDA	13,1	9,5	38,1%	10,4	25,6%	50,7	25,8%
marża EBITDA	36,2%	28,0%	-	29,8%	-	31,5%	
EBIT	11,6	8,3	39,9%	8,9	30,1%	45,3	25,7%
Zysk brutto	12,6	8,1	54,7%	8,4	48,7%	44,7	28,1%
Zysk netto	10,0	6,1	62,9%	6,8	47,5%	33,9	29,4%

Źródło: PBKM, Dom Maklerski mBanku, PAP

Pozostałe wiadomości ze spółek

BGŻ BNP Paribas

Według nowej strategii ROE banku ma wzrosnąć w 2021 roku do ponad 10%, wskaźnik koszty/ dochody spaść poniżej 50% a przychody mają rosnąć powyżej tempa rynkowego

Prezes Zarządu oczekuje, że wzrost przychodów w szybszym tempie niż rynek osiągnięty będzie dzięki wzrostowi w segmencie detalicznym

Bank oczekuje 350 mln PLN synergii kosztowych do 2020 roku po fuzji z RBPL

Esotiq & Henderson

Sprzedaż w kwietniu wzrosła o 3% r/r do 13 mln PLN (narastająco płasko r/r). Marża brutto na sprzedaży wzrosła w kwietniu o 1p.p. r/r do 64% (narastająco +3p.p. do 60%).

GetBack

KNF otrzymuje rosnącą liczbę skarg na nieprawidłowości związane ze sprzedażą obligacji

S&P obniżył rating dla GetBack do D/D z B/B

Skarbiec Holding

Skarbiec Holding pracuje nad wprowadzeniem funduszu nieruchomościowego

Kalendarium spółek

Data		Spółka	Wydarzenie
18 maj		**TXM**	**Spotkania z Zarządem** (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
18 maj	10:30	**JSW**	**Konferencja wynikowa 1Q'18 - odwołana z/w na żałobę**
18 maj		**Famur**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
18 maj		**Gino Rossi**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
18 maj		**Pozbud**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
21 maj	11:00	**GTC**	**Konferencja wynikowa 1Q'18** (Hotel Sheraton; ul. Bolesława Prusa 2, Warszawa)
21 maj		**Fabryka Konstrukcji**	**Spotkania z Zarządem** (Inner Value, ul. Wilcza 46, Warszawa) - wymagana rejestracja
22 maj		**Apator**	**Spotkania z Zarządem** (CC Group, ul. Marszałkowska 89, Warszawa) - wymagana rejestracja
22 maj		**Atal**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
22 maj		**JWC**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
22 maj		**Monnari**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
22 maj		**Redan**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
22 maj	10:00	**Redan**	**Konferencja wynikowa 1Q'18** (Hotel Sheraton; ul. Bolesława Prusa 2, Warszawa)
22 maj		**Wielton**	**Konferencja finansowa oraz Site Visit w Wieluniu** (zapisy: jan.jasinski@havas.com)
22 maj		**ZUE**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
23 maj		**Alumetal**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
23 maj	11:30	**Auto Partner**	**Konferencja wynikowa 1Q'18** (Hotel Westin, ul. Jana Pawła II 21; Warszawa)
23 maj	14:00	**Alumetal**	**Konferencja wynikowa 1Q'18** (Hotel Westin, ul. Jana Pawła II 21; Warszawa)
23 maj		**BSC Drukarnia**	**Spotkania z Zarządem** (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
23 maj	09:00	**PGNiG**	**Telekonferencja wynikowa 1Q'18** (+48 22 583 90 21 PIN: 51151229#)
23 maj		**PKO BP**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
23 maj		**Tauron**	**Spotkania z Zarządem** (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
23 maj		**Torpol**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
24 maj		**Ferro**	**Spotkania z Zarządem** (CC Group, ul. Marszałkowska 89, Warszawa) - wymagana rejestracja
24 maj		**CD Projekt**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
24 maj		**Elektrotim**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
24 maj		**Enea/LWB**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
25 maj		**Ceramika NG**	**Spotkania z Zarządem** (CC Group, ul. Marszałkowska 89, Warszawa) - wymagana rejestracja
25 maj		**BBI Development**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
25 maj		**Famur**	**Spotkania z Zarządem** (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
25 maj	15:00	**Kernel**	**Telekonferencja wynikowa za 3Q'18 (+48 22 307 63 50)**
25 maj		**Kernel**	**Publikacja wyników za 3Q'18 (1Q'18)**
25 maj		**PKP Cargo**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
25 maj		**Tarczyński**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
28 maj	11:00	**Atal**	**Konferencja wynikowa 1Q'18** (Hotel InterContinental; ul. Emilii Plater 49, Warszawa)
28 maj		**Capital Park**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
28 maj		**CI Games**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
28 maj		**Elemental**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
29 maj		**Archicom**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
29 maj		**Ciech**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
29 maj		**Echo Investment**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
29 maj		**Forte**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
29 maj		**Wojas**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
30 maj		**Amica**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
30 maj		**Bytom**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
30 maj		**Herkules**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
30 maj		**Polnord**	**Publikacja wyników za 1Q'18**
5 cze			**Chemical Event** (hotel Regent, Warszawa) - wymagana rejestracja

Kalendarium makro

Piątek, 18 maja 2018					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
01:30	Japonia	Bazowa inflacja CPI rejonu Tokio	Maj		0,50% r/r
01:30	Japonia	Inflacja CPI rejonu Tokio	Maj		1,00% r/r
01:30	Japonia	Bazowa inflacja CPI	Kwiecień		-0,10% m/m; 0,50% r/r
01:30	Japonia	Inflacja CPI	Kwiecień	0,83% r/r	1,10% r/r
08:00	Niemcy	Inflacja PPI	Kwiecień	0,30% m/m; 1,80% r/r	0,10% m/m; 1,90% r/r
08:00	Niemcy	Indeks cen hurtowników	Kwiecień		0,00% m/m; 6,10% r/r
10:00	UE	Bilans obrotów kapitałowych	Marzec		0,50 mld
10:00	UE	Bilans obrotów bieżących	Marzec		35,10 mld
10:00	UE	Bilans obrotów finansowych	Marzec		14,60 mld
10:00	Polska	Przeciętne wynagrodzenie	Kwiecień		6,20% m/m; 6,70% r/r
11:00	UE	Eksport	Marzec		186,10 mld
11:00	UE	Import	Marzec		165,10 mld
11:00	UE	Bilans handlu zagranicznego	Marzec		21,00 mld
Poniedziałek, 21 maja 2018					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
01:50	Japonia	Eksport	Kwiecień		2,10%
01:50	Japonia	Import	Kwiecień		-0,60%
01:50	Japonia	Bilans handlu zagranicznego	Kwiecień		797,30 mld
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa	Kwiecień		11,40% m/m; 1,80% r/r
10:00	Polska	Produkcja manufakturowa	Kwiecień		12,50% m/m; 0,60% r/r
10:00	Polska	Inflacja PPI	Kwiecień		0,40% m/m; 0,30% r/r
Wtorek, 22 maja 2018					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
06:30	Japonia	Indeks aktywności w przemyśle	Marzec		0,40% m/m
12:00	UK	CBI Sprzedaż detaliczna	Maj		-2
16:00	USA	Indeks Fed z Richmond	Maj		-3
Środa, 23 maja 2018					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
09:00	Francja	Indeks PMI usług (P)	Maj		57,40
09:30	Niemcy	Indeks PMI usług (P)	Maj		53,00
10:00	UE	Indeks PMI usług (P)	Maj		54,70
10:00	Polska	Stopa bezrobocia	Marzec		6,60%
10:30	UK	Bazowa inflacja CPI	Kwiecień		2,30% r/r
10:30	UK	Inflacja CPI	Kwiecień		0,40% m/m; 2,50% r/r
10:30	UK	PPI kupna (NSA)	Kwiecień		-0,10% m/m; 4,20% r/r
10:30	UK	PPI sprzedaży (NSA)	Kwiecień		0,20% m/m; 2,40% r/r
15:45	USA	Indeks PMI zbiorczy (P)	Maj		54,90
15:45	USA	Indeks PMI usług (P)	Maj		54,60
16:00	UE	Indeks zaufania konsumentów (P)	Maj		0,40
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	Kwiecień		694 tys.
Czwartek, 24 maja 2018					
Czas	Region	Dane	Okres	Prognoza	Poprzednia wartość
07:00	Japonia	Indeks wskaźników wyprzedzających (F)	Marzec		106,00
08:00	Niemcy	GfK Indeks zaufania konsumentów	Czerwiec		10,90
10:30	UK	Sprzedaż detaliczna	Kwiecień		-0,20% m/m; 1,10% r/r
10:30	UK	Sprzedaż detaliczna bez samochodów	Kwiecień		-0,50% m/m; 1,10% r/r
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3	Kwiecień		0,80% m/m; 5,80% r/r
15:00	USA	Indeks cen nieruchomości	Marzec		0,60% m/m; 1,60% k/k
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	Kwiecień		5,60 mln

mBank Dom Maklerski

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2018	2019	2018	2019
Finanse						**+16,0%**	**12,1**	**10,3**		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	73,00	+49,3%	10,0	8,3		
BZ WBK	kupuj	2018-03-05	357,80	430,00	365,20	+17,7%	14,4	11,8		
Getin Noble Bank	trzymaj	2018-05-09	1,17	1,40	1,19	+17,6%	24,0	8,9		
Handlowy	kupuj	2018-04-06	77,50	94,00	82,00	+14,6%	16,9	13,9		
ING BSK	akumuluj	2018-03-05	198,00	212,00	198,40	+6,9%	16,4	14,5		
Millennium	redukuj	2018-04-06	8,35	7,00	8,16	-14,2%	13,7	12,5		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	115,70	+35,7%	13,9	11,4		
PKO BP	trzymaj	2018-04-06	39,74	38,00	40,50	-6,2%	15,3	12,7		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	897,00	+23,9%	11,5	9,8		
Erste Bank	trzymaj	2018-02-02	40,64	40,00 EUR	38,00	+5,3%	11,6	10,8		
OTP Bank	akumuluj	2018-02-02	11 560	12 090 HUF	10 650	+13,5%	10,8	9,9		
PZU	kupuj	2018-03-05	41,55	50,58	38,40	+31,7%	9,9	9,7		
GetBack	zawieszona	2018-04-16	4,52	-	3,75	-	-	-		
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	228,20	+31,9%	12,1	10,3		
Prime Car Management	kupuj	2018-04-06	23,60	33,00	17,50	+88,6%	5,8	5,0		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-02-02	30,60	56,30	28,00	+101,1%	6,7	5,6		
Chemia						**+42,7%**	**7,4**	**7,7**	**5,0**	**5,5**
Ciech	kupuj	2018-05-09	55,00	89,71	55,70	+61,1%	7,4	7,7	4,5	4,7
Grupa Azoty	trzymaj	2018-05-09	51,10	60,99	48,30	+26,3%	11,3	15,3	5,0	5,5
Polwax	kupuj	2018-05-09	7,80	16,69	7,70	+116,8%	5,2	3,8	6,6	5,9
Paliwa						**+11,1%**	**11,5**	**11,3**	**5,6**	**5,2**
Lotos	trzymaj	2018-05-09	55,62	52,81	59,06	-10,6%	15,8	11,9	6,5	5,7
MOL	trzymaj	2018-05-09	2 790	2 954 HUF	2 756	+7,2%	10,5	10,7	4,7	4,7
PGNiG	kupuj	2018-05-09	6,20	8,17	6,12	+33,5%	8,4	8,0	4,1	3,8
PKN Orlen	redukuj	2018-05-09	82,30	76,73	86,42	-11,2%	12,6	13,2	6,9	7,0
Energetyka						**+2,7%**	**5,0**	**5,1**	**4,0**	**4,0**
CEZ	sprzedaj	2018-05-09	567,00	449,51 CZK	585,50	-23,2%	21,8	20,7	8,8	8,4
Enea	kupuj	2018-04-06	9,10	11,78	10,30	+14,4%	4,6	4,9	4,0	4,0
Energa	kupuj	2018-04-06	9,96	14,91	10,00	+49,1%	5,0	5,1	3,6	3,5
PGE	kupuj	2018-04-06	9,81	12,89	10,11	+27,5%	6,3	7,3	3,8	3,9
Tauron	trzymaj	2018-04-06	2,38	2,73	2,19	+24,7%	3,3	3,7	4,3	4,6
Telekomunikacja, media, IT						**+5,7%**	**22,1**	**16,1**	**7,0**	**6,6**
Netia	sprzedaj	2018-04-06	5,27	4,30	5,40	-20,4%	49,1	59,3	6,2	6,6
Orange Polska	kupuj	2018-04-06	5,83	7,60	5,08	+49,6%	22,3	12,2	4,4	4,0
Play	trzymaj	2018-04-06	32,70	30,93	26,76	+15,6%	7,4	7,1	5,7	5,8
Agora	kupuj	2018-04-06	14,50	18,40	14,50	+26,9%	27,5	29,9	5,0	5,2
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-04-06	24,84	25,30	25,50	-0,8%	13,0	11,1	7,0	6,4
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-04-24	54,00	60,00	56,40	+6,4%	22,1	18,9	11,9	10,0
Asseco Poland	redukuj	2018-03-27	45,20	41,20	44,92	-8,3%	15,3	16,0	8,8	8,2
CD Projekt	sprzedaj	2018-04-06	114,90	90,80	139,00	-34,7%	66,9	20,1	53,0	15,3
Comarch	akumuluj	2018-05-09	145,00	166,50	151,50	+9,9%	21,8	16,1	8,6	7,5
Przemysł, surowce						**+20,5%**	**11,1**	**6,8**	**7,3**	**5,1**
Famur	kupuj	2018-05-09	5,94	6,95	5,98	+16,2%	17,1	13,3	8,3	7,1
Grupa Kęty	trzymaj	2018-05-09	353,00	363,01	367,50	-1,2%	12,8	12,9	9,1	8,9
JSW	kupuj	2018-05-09	79,32	109,12	88,20	+23,7%	4,7	6,3	2,5	2,9
Kernel	trzymaj	2018-05-09	50,80	53,04	54,80	-3,2%	11,6	6,1	7,6	5,1
KGHM	kupuj	2018-05-09	92,50	118,98	95,00	+25,2%	7,9	5,9	4,6	3,4
Stelmet	kupuj	2018-05-09	14,75	26,48	15,10	+75,4%	10,6	7,3	7,1	5,2
Budownictwo						**+27,9%**	**10,7**	**10,5**	**5,0**	**4,4**
Budimex	akumuluj	2018-04-06	215,00	234,00	185,00	+26,5%	11,4	11,9	5,0	5,2
Elektrobudowa	kupuj	2018-04-06	96,40	116,00	89,20	+30,0%	10,1	12,0	3,9	4,5
Erbud	akumuluj	2018-05-09	19,40	23,10	18,50	+24,9%	11,3	9,1	5,0	4,4
Unibep	kupuj	2018-04-06	7,50	10,10	6,70	+50,7%	7,7	6,6	5,0	3,9
Deweloperzy						**+15,7%**	**8,8**	**9,0**	**8,1**	**7,8**
Atal	akumuluj	2018-04-06	43,40	47,00	42,00	+11,9%	8,4	8,7	7,1	7,7
Capital Park	kupuj	2018-04-06	5,95	8,35	5,55	+50,5%	11,0	9,3	17,8	17,0
Dom Development	kupuj	2018-03-20	85,80	103,10	88,20	+16,9%	9,2	9,4	7,4	7,7
Echo	kupuj	2018-04-06	5,23	5,63	4,84	+16,3%	6,6	6,1	7,5	7,8
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	8,94	+7,4%	10,7	9,3	15,0	14,1
LC Corp	kupuj	2018-04-06	2,70	3,50	2,89	+21,1%	7,0	6,2	8,8	7,9
Handel						**+9,8%**	**26,6**	**20,9**	**14,7**	**12,5**
AmRest	redukuj	2018-04-06	449,50	426,00	464,00	-8,2%	48,9	38,4	15,9	12,7
CCC	akumuluj	2018-05-09	255,60	295,00	270,00	+9,3%	35,3	20,9	19,8	13,8
Dino	akumuluj	2018-05-09	96,65	103,50	112,10	-7,7%	34,4	25,8	21,3	16,4
Eurocash	kupuj	2018-04-06	24,41	30,70	23,49	+30,7%	24,7	19,0	8,0	6,8
Jeronimo Martins	akumuluj	2018-04-06	14,90	16,40 EUR	13,92	+17,8%	18,8	17,6	8,3	7,5
LPP	trzymaj	2018-05-09	9 260	9 500	9 280	+2,4%	26,6	22,7	14,7	12,5
TXM	kupuj	2018-05-09	2,10	5,44	1,90	+186,3%	10,7	4,2	7,2	3,9
Inne						**+4,1%**	**10,8**	**9,8**	**7,2**	**6,6**
PBKM	trzymaj	2018-04-06	77,00	76,83	73,80	+4,1%	10,8	9,8	7,2	6,6

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2018	2019	2018	2019
Spółki IT						**12,9**	**10,3**	**6,0**	**5,7**
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	16,50	+1,9%	19,6	17,1	9,0	7,5
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	25,80	-7,9%	15,0	13,6	10,0	9,2
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	11,80	+0,9%	10,8	10,3	4,8	4,4
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	4,22	-0,7%	9,8	8,9	6,0	5,7
Wasko	przeważaj	2018-03-28	2,25	1,81	-19,6%	12,9	9,6	5,2	4,5
Spółki przemysłowe						**11,5**	**11,1**	**6,7**	**6,4**
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	57,30	+21,9%	12,4	12,8	9,4	9,4
Amica	przeważaj	2018-01-05	130,00	122,00	-6,2%	6,8	7,3	5,3	4,9
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	22,40	-6,7%	12,3	11,8	7,2	6,9
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	8,56	-13,1%	10,8	10,4	7,0	6,6
Elemental	równoważ	2018-04-27	1,09	1,15	+5,5%	4,6	4,0	4,7	4,1
Ergis	równoważ	2018-04-27	4,06	3,94	-3,0%	8,8	8,3	6,2	5,8
Forte	równoważ	2018-04-27	50,70	51,00	+0,6%	21,9	13,4	13,7	10,4
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	72,00	+13,4%	19,7	20,1	11,7	11,6
Mangata	niedoważaj	2018-03-29	95,60	93,40	-2,3%	12,5	12,1	7,5	7,1
Pfleiderer Group	przeważaj	2018-04-27	37,30	37,00	-0,8%	17,7	15,8	6,3	5,9
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,59	+20,5%	6,6	3,7	5,8	2,6
Tarczyński	równoważ	2018-01-29	13,05	14,10	+8,0%	10,1	10,3	6,4	6,1
Budownictwo						**11,3**	**7,5**	**4,0**	**3,8**
Elektrotim	przeważaj	2017-11-16	7,61	6,90	-9,3%	7,9	9,5	3,8	4,2
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,00	-18,3%	10,0	7,0	5,3	4,3
Torpol	równoważ	2018-03-29	7,50	5,62	-25,1%	9,0	6,4	3,5	3,3
Trakcja	równoważ	2018-03-29	6,75	3,65	-45,9%	12,5	6,1	4,2	3,3
Ulma	równoważ	2018-03-29	66,50	72,00	+8,3%	12,9	10,8	3,8	3,4
ZUE	równoważ	2018-03-29	6,12	5,90	-3,6%	12,6	7,9	5,6	4,8
Deweloperzy						**7,5**	**6,3**	**8,6**	**6,0**
Archicom	przeważaj	2018-04-26	15,30	15,85	+3,6%	7,3	5,2	7,2	5,6
BBI Development	równoważ	2018-04-26	0,66	0,56	-15,2%	13,0	6,2	13,5	5,8
i2 Development	przeważaj	2018-01-12	14,90	17,50	+17,4%	4,8	5,0	5,6	6,1
JWC	niedoważaj	2018-03-29	4,16	3,50	-15,9%	6,3	4,6	6,2	4,5
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-03-29	17,80	17,00	-4,5%	5,7	6,4	4,3	4,9
PA Nova	równoważ	2018-03-29	22,30	23,50	+5,4%	7,7	8,9	10,9	12,2
Polnord	równoważ	2018-02-02	10,50	8,11	-22,8%	13,4	10,8	32,3	22,4
Ronson	równoważ	2018-04-03	1,32	1,18	-10,6%	8,5	6,8	10,1	8,8
Handel						**14,0**	**10,0**	**7,4**	**6,5**
Bytom	przeważaj	2017-11-28	2,50	2,94	+17,6%	13,4	12,1	8,3	7,3
Gino Rossi	równoważ	2017-11-28	1,29	0,57	-55,8%	15,1	7,9	6,5	5,7
Monnari	przeważaj	2017-11-28	8,21	6,30	-23,3%	7,9	7,2	3,6	2,5
Vistula	równoważ	2018-02-02	5,16	5,00	-3,1%	14,7	12,8	9,5	8,2

Wycena banków z Europy Środkowej i Wschodniej (2018-05-17)

	Cena	P/E 2018	P/E 2019	P/E 2020	ROE 2018	ROE 2019	ROE 2020	P/BV 2018	P/BV 2019	P/BV 2020	DY 2018	DY 2019	DY 2020
POLSKIE BANKI													
Alior Bank	73,00	10,0	8,3	-	13%	13%	-	1,2	1,0	-	0,0%	0,0%	-
BZ WBK	365,20	14,4	11,8	10,4	10%	11%	12%	1,3	1,3	1,2	1,8%	3,4%	4,2%
Getin Noble Bank	1,19	24,0	8,9	3,8	1%	3%	6%	0,3	0,2	0,2	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	82,00	16,9	13,9	-	9%	11%	-	1,5	1,5	-	5,0%	5,9%	-
ING BSK	198,40	16,4	14,5	13,3	13%	13%	12%	2,0	1,7	1,5	1,6%	1,8%	2,1%
Millennium	8,16	13,7	12,5	-	9%	9%	-	1,1	1,0	-	0,0%	1,8%	-
Pekao	115,70	13,9	11,4	-	9%	11%	-	1,3	1,2	-	6,8%	7,2%	-
PKO BP	40,50	15,3	12,7	-	9%	10%	-	1,3	1,2	-	1,4%	1,6%	-
Mediana		**14,8**	**12,1**	**10,4**	**9%**	**11%**	**12%**	**1,3**	**1,2**	**1,2**	**1,5%**	**1,8%**	**2,1%**
INWESTORZY POLSKICH BANKÓW													
BCP	0,286	11,4	8,4	8,2	6%	8%	8%	0,7	0,6	0,6	1,0%	1,7%	3,5%
Citigroup	71,560	11,2	9,7	8,4	9%	9%	10%	1,0	0,9	0,8	2,1%	2,6%	3,1%
Commerzbank	10,268	14,0	10,2	7,6	3%	4%	5%	0,4	0,4	0,4	1,3%	3,0%	4,4%
ING	13,280	9,9	9,4	8,7	10%	10%	11%	1,0	0,9	0,9	5,3%	5,6%	6,1%
KBC	70,780	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UCI	16,682	10,8	8,4	7,4	6%	8%	8%	0,6	0,6	0,6	2,2%	4,0%	5,7%
Mediana		**11,2**	**9,4**	**8,2**	**6%**	**8%**	**8%**	**0,7**	**0,6**	**0,6**	**2,1%**	**3,0%**	**4,4%**
ZAGRANICZNE BANKI													
Erste Bank*	38,00	11,6	10,8	-	9%	9%	-	1,0	0,9	-	3,2%	2,8%	-
Komercni Banka*	897,00	11,5	9,8	-	14%	14%	-	1,4	1,3	-	5,2%	4,8%	-
OTP*	10 650	10,8	9,9	-	15%	15%	-	1,6	1,4	-	2,4%	2,4%	-
Banco Santander	5,35	10,6	9,6	8,7	8%	9%	9%	0,9	0,8	0,8	4,1%	4,4%	5,0%
Deutsche Bank	10,99	10,7	8,0	6,7	3%	4%	5%	0,4	0,3	0,3	2,9%	4,8%	6,4%
Sberbank	226,05	5,8	5,4	4,8	23%	22%	22%	1,3	1,1	1,0	7,4%	9,4%	11,0%
VTB Bank	0,05	5,7	4,3	3,7	11%	13%	14%	0,6	0,5	0,5	3,9%	5,9%	5,9%
Piraeus Bank	2,80	12,8	5,1	4,8	2%	4%	-	0,2	0,2	0,1	0,0%	0,0%	-
Alpha Bank	2,04	12,1	8,0	6,9	4%	5%	-	0,4	0,3	0,3	0,0%	0,0%	-
National Bank of Greece	0,28	12,9	8,1	11,4	4%	6%	-	0,5	0,4	0,4	0,0%	0,0%	-
Eurobank Ergasias	0,92	9,8	6,8	6,8	4%	5%	-	0,4	0,4	0,3	0,0%	1,0%	-
Akbank	8,39	5,0	4,4	4,2	15%	15%	15%	0,7	0,7	0,6	5,6%	6,3%	6,9%
Turkiye Garanti Bank	8,86	5,0	4,3	4,0	17%	17%	16%	0,8	0,7	0,6	5,4%	6,2%	5,5%
Turkiye Halk Bank	7,60	2,6	2,3	2,8	12%	14%	-	0,3	0,3	0,3	5,1%	5,6%	7,9%
Turkiye Vakiflar Bankasi	5,60	4,1	3,8	4,3	14%	12%	-	0,5	0,5	0,4	1,4%	1,4%	5,2%
Yapi ve Kredi Bankasi	3,95	4,3	3,7	3,2	12%	12%	13%	0,5	0,4	0,4	0,4%	0,5%	0,0%
Mediana		**10,2**	**6,1**	**4,8**	**12%**	**12%**	**14%**	**0,5**	**0,5**	**0,4**	**3,0%**	**3,6%**	**5,9%**

Wycena spółek ubezpieczeniowych (2018-05-17)

	Cena	P/E 2018	P/E 2019	P/E 2020	ROE 2018	ROE 2019	ROE 2020	P/BV 2018	P/BV 2019	P/BV 2020	DY 2018	DY 2019	DY 2020
POLSKIE SPÓŁKI													
PZU	38,40	9,9	9,7	-	22%	21%	-	2,1	2,0	-	7,0%	8,1%	-
ZAGRANICZNE SPÓŁKI													
Vienna Insurance G.	26,52	11,5	10,8	10,4	6%	6%	6%	0,7	0,7	-	3,5%	3,7%	4,0%
Uniqa	10,23	14,0	13,0	12,0	7%	8%	9%	1,0	1,0	1,0	5,2%	5,5%	5,7%
Aegon	5,91	9,0	8,5	8,1	7%	7%	7%	0,6	0,6	0,5	4,8%	5,0%	5,3%
Allianz	191,10	11,0	10,5	10,0	11%	11%	12%	1,2	1,2	1,1	4,6%	4,8%	5,0%
Aviva	5,47	9,6	8,9	8,5	13%	14%	14%	1,3	1,2	1,1	5,5%	6,1%	7,1%
AXA	23,04	8,7	8,4	8,0	9%	9%	9%	0,8	0,7	0,8	5,8%	6,1%	6,4%
Baloise	154,90	13,0	12,4	11,8	9%	9%	9%	1,1	1,1	0,9	3,7%	3,8%	4,3%
Assicurazioni Generali	16,24	10,5	10,1	9,9	9%	9%	9%	1,0	0,9	0,9	5,6%	5,9%	6,1%
Helvetia	592,50	11,5	11,3	11,0	11%	10%	11%	1,1	1,1	1,0	4,1%	4,3%	4,5%
Mapfre	2,91	10,6	9,9	9,2	10%	11%	11%	1,0	0,9	0,9	5,2%	5,6%	6,3%
RSA Insurance	6,57	13,1	12,3	11,8	14%	14%	13%	1,7	1,6	1,5	4,2%	4,9%	5,3%
Zurich Financial	315,80	12,5	10,9	10,5	11%	13%	14%	1,4	1,4	1,4	6,2%	6,5%	6,9%
Mediana		**11,3**	**10,6**	**10,2**	**10%**	**10%**	**10%**	**1,0**	**1,0**	**1,0**	**5,0%**	**5,3%**	**5,5%**

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

Wycena spółek rafineryjnych i gazowych (2018-05-17)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI RAFINERYJNE																
Lotos	59,06	6,5	5,7	4,8	0,6	0,6	0,5	15,8	11,9	10,6	9%	10%	10%	2,8%	2,5%	4,2%
MOL	2756,00	4,7	4,7	4,3	0,6	0,6	0,6	10,5	10,7	9,1	13%	13%	13%	4,6%	2,4%	2,6%
PKN Orlen	86,42	6,9	7,0	6,0	0,4	0,4	0,4	12,6	13,2	10,7	6%	6%	7%	3,5%	4,0%	3,4%
HollyFrontier	72,43	10,2	9,5	8,8	1,0	1,0	1,0	19,9	17,4	16,8	10%	11%	12%	1,8%	1,9%	1,9%
Andeavor	146,81	9,1	8,2	7,5	0,8	0,7	0,7	16,4	12,9	11,1	8%	9%	9%	1,7%	1,8%	2,0%
Valero Energy	119,71	8,6	8,1	7,7	0,6	0,6	0,5	16,8	14,6	12,9	7%	7%	7%	2,7%	2,9%	3,1%
Marathon Petroleum	80,71	8,9	8,3	7,8	0,7	0,7	0,6	16,2	13,6	12,0	8%	8%	8%	2,3%	2,5%	2,7%
Phillips 66	121,87	10,1	9,1	8,5	0,5	0,5	0,6	17,6	15,0	13,6	5%	6%	7%	2,4%	2,6%	2,8%
Tupras	102,80	5,9	5,8	5,2	0,5	0,5	0,5	7,1	7,1	6,2	9%	8%	9%	11,6%	11,2%	13,4%
OMV	54,34	4,5	4,6	4,5	0,9	0,9	0,9	11,2	11,6	11,2	21%	20%	20%	3,0%	3,4%	3,8%
Neste Oil	67,12	11,4	11,6	11,8	1,3	1,3	1,2	18,9	19,4	19,7	11%	11%	10%	2,7%	2,8%	2,8%
Hellenic Petroleum	7,78	6,0	6,2	5,6	0,5	0,5	0,4	8,3	9,6	7,8	8%	8%	8%	4,4%	5,0%	6,3%
Saras SpA	1,95	4,2	4,0	3,5	0,2	0,2	0,2	13,6	11,8	9,4	5%	5%	5%	4,4%	4,9%	6,4%
Motor Oil	18,46	4,3	4,7	3,9	0,3	0,3	0,3	8,0	8,9	7,3	7%	6%	7%	6,6%	6,7%	7,9%
Mediana		**6,7**	**6,6**	**5,8**	**0,6**	**0,6**	**0,5**	**14,7**	**12,4**	**10,9**	**8%**	**8%**	**9%**	**2,9%**	**2,8%**	**3,3%**
SPÓŁKI GAZOWE																
A2A SpA	1,58	7,0	6,9	6,6	1,5	1,4	1,4	13,3	13,6	12,9	21%	21%	21%	4,2%	4,7%	4,9%
Centrica	143,90	5,0	5,1	5,0	0,4	0,4	0,4	10,5	11,0	10,9	8%	8%	8%	0,0%	0,0%	0,0%
Enagas	24,10	10,3	10,6	10,2	8,0	8,2	8,1	13,1	13,6	12,5	78%	77%	79%	6,5%	6,6%	6,8%
Endesa	19,92	7,8	7,6	7,5	1,4	1,3	1,3	15,1	14,6	13,0	18%	18%	18%	6,7%	6,9%	7,1%
Engie	14,55	6,5	6,1	5,9	1,0	1,0	1,0	14,3	13,1	12,3	15%	16%	16%	4,9%	5,3%	5,6%
Gas Natural SDG	22,22	8,7	8,3	8,1	1,7	1,6	1,6	17,3	16,0	15,5	19%	20%	19%	4,7%	4,8%	4,7%
Hera SpA	2,84	6,8	6,8	6,6	1,3	1,3	1,2	16,6	16,5	15,5	18%	18%	18%	3,5%	3,6%	3,3%
Snam SpA	3,81	12,0	11,9	11,9	9,6	9,6	9,6	13,4	13,4	13,2	80%	80%	81%	5,8%	6,0%	6,1%
PGNiG	6,12	4,1	3,8	3,5	0,9	0,8	0,8	8,4	8,0	8,0	23%	22%	22%	4,1%	4,8%	5,0%
BP	584,00	6,0	5,8	5,5	0,8	0,7	0,8	17,4	16,6	14,5	12%	12%	14%	0,0%	0,0%	0,0%
Eni	16,60	4,4	4,2	4,0	1,0	1,0	1,0	18,4	17,8	16,7	22%	23%	25%	4,9%	5,0%	5,0%
Gazprom	147,15	3,4	3,3	2,9	0,8	0,8	0,7	4,0	4,1	3,9	25%	24%	26%	5,6%	5,9%	6,9%
NovaTek	770,60	10,8	11,1	10,2	3,9	3,8	3,4	12,3	10,9	10,1	36%	34%	34%	2%	2%	3%
ROMGAZ	36,10	5,4	4,9	4,4	3,0	2,8	2,4	8,8	7,8	7,0	56%	57%	54%	9,6%	10,7%	11,5%
Shell	31,24	4,0	3,8	3,7	0,7	0,7	0,6	15,4	14,3	13,0	17%	17%	17%	7,1%	7,2%	7,3%
Statoil	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	54,50	7,2	6,8	6,9	1,4	1,3	1,3	16,5	16,0	15,1	19%	20%	19%	5,4%	5,6%	5,7%
Mediana		**6,7**	**6,5**	**6,3**	**1,3**	**1,3**	**1,2**	**13,8**	**13,6**	**12,9**	**20%**	**20%**	**20%**	**4,9%**	**5,1%**	**5,3%**

Wycena spółek energetycznych (2018-05-17)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI ENERGETYCZNE																
EDF	12,29	5,5	5,2	5,0	1,2	1,2	1,1	19,9	16,6	15,2	22%	23%	23%	2,4%	2,7%	3,1%
EDP	3,40	9,0	8,5	8,3	2,2	2,1	2,0	15,7	14,2	14,0	25%	25%	24%	5,6%	5,6%	5,6%
Endesa	19,92	7,8	7,6	7,5	1,4	1,3	1,3	15,1	14,6	13,0	18%	18%	18%	6,7%	6,9%	7,1%
Enel	4,98	6,6	6,3	6,1	1,4	1,4	1,4	12,3	10,9	10,2	21%	22%	22%	5,7%	6,4%	6,9%
EON	9,34	8,0	7,6	6,9	1,0	0,9	0,8	14,4	13,3	12,5	13%	12%	12%	4,7%	5,1%	5,5%
Fortum	20,71	16,5	16,0	15,3	4,6	4,6	4,5	22,9	19,2	16,7	28%	29%	30%	5,3%	5,2%	5,2%
Iberdola	6,56	9,2	8,6	8,1	2,3	2,2	2,1	14,5	13,3	12,5	25%	26%	26%	5,1%	5,3%	5,6%
National Grid	864,10	10,5	10,3	9,9	3,5	3,5	3,3	14,7	14,4	13,7	33%	33%	34%	0,0%	0,0%	0,0%
Red Electrica	17,26	9,3	9,0	9,2	7,1	6,9	7,0	13,3	12,7	13,3	77%	77%	77%	5,6%	6,0%	6,1%
RWE	20,09	7,4	7,4	7,5	0,9	0,9	1,0	14,3	12,7	10,4	12%	12%	13%	3,2%	3,9%	4,5%
SSE	1409,50	9,6	9,3	9,2	0,8	0,8	0,8	12,1	11,4	11,1	8%	8%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbund	28,00	9,5	8,4	7,3	2,7	2,6	2,4	33,4	26,0	19,1	29%	31%	33%	1,3%	1,6%	2,3%
CEZ	585,50	8,8	8,4	8,2	2,3	2,2	2,1	21,8	20,7	20,3	26%	26%	26%	5,6%	4,6%	4,8%
PGE	10,11	3,8	3,9	3,8	1,1	1,0	0,9	6,3	7,3	8,3	29%	26%	25%	0,0%	0,0%	3,4%
Tauron	2,19	4,3	4,6	4,3	0,8	0,8	0,8	3,3	3,7	3,9	19%	19%	19%	0,0%	0,0%	0,0%
Enea	10,30	4,0	4,0	4,5	1,0	0,9	1,0	4,6	4,9	6,0	24%	23%	22%	2,4%	2,2%	2,1%
Energa	10,00	3,6	3,5	3,9	0,7	0,7	0,8	5,0	5,1	5,7	20%	20%	20%	2,9%	3,0%	3,0%
ZE PAK*	10,48	2,2	2,0	2,6	0,5	0,5	0,6	2,8	2,2	3,6	23%	25%	21%	12,4%	12,4%	12,4%
Mediana		**7,9**	**7,6**	**7,4**	**1,3**	**1,3**	**1,2**	**14,4**	**13,0**	**12,5**	**23%**	**24%**	**23%**	**4,0%**	**4,2%**	**4,7%**

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

Wycena spółek nawozowych i chemicznych (2018-05-17)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
SPÓŁKI NAWOZOWE																
Acron	4315,00	7,6	6,7	6,3	2,5	2,3	2,0	10,9	9,7	9,0	32%	34%	32%	6,8%	7,4%	7,4%
Uralkali	106,00	6,2	6,2	-	3,3	3,2	-	4,1	3,8	-	52%	52%	-	0,0%	0,0%	-
Agrium	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Phosagro	2423,00	5,9	5,8	5,0	2,0	1,9	1,8	8,7	8,7	6,8	34%	33%	36%	5,9%	6,5%	7,8%
K+S	24,75	9,4	8,4	7,3	1,9	1,9	1,8	17,7	13,5	11,3	20%	22%	24%	2,4%	3,1%	3,7%
Yara International	348,20	8,3	6,9	6,0	1,2	1,1	1,0	15,7	11,8	9,9	15%	16%	17%	2,7%	3,4%	4,1%
The Mosaic Company	28,02	8,9	8,0	7,2	1,7	1,6	1,5	19,9	15,6	12,5	19%	20%	21%	0,4%	0,4%	0,6%
Potash	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CF Industries	41,10	11,7	10,3	10,1	3,7	3,5	3,4	43,4	23,8	19,3	32%	34%	34%	2,9%	2,9%	2,9%
Israel Chemicals	1660,00	7,6	7,4	7,1	1,6	1,6	1,5	14,0	12,5	11,5	21%	21%	21%	0,0%	0,0%	0,0%
Grupa Azoty	48,30	5,0	5,5	5,4	0,6	0,6	0,6	11,3	15,3	14,4	12%	12%	11%	1,9%	2,7%	4,6%
ZA Police*	19,20	6,5	6,2	5,9	0,7	0,7	0,7	9,2	9,2	-	11%	11%	12%	2,6%	2,6%	-
ZCh Puławy*	115,50	3,2	3,2	3,2	0,4	0,4	0,4	7,5	8,4	-	14%	14%	14%	10,5%	10,7%	-
Mediana		**7,6**	**6,7**	**6,2**	**1,7**	**1,6**	**1,5**	**11,3**	**11,8**	**11,4**	**20%**	**21%**	**21%**	**2,6%**	**2,9%**	**3,9%**
SPÓŁKI CHEMICZNE																
Ciech	55,70	4,5	4,7	4,3	1,0	1,0	0,9	7,4	7,7	7,0	21%	21%	21%	4,0%	7,4%	8,5%
Akzo Nobel	76,24	11,6	10,6	11,1	1,7	1,7	1,6	18,7	17,7	17,1	15%	16%	14%	3,1%	3,2%	3,2%
BASF	88,90	7,7	7,4	7,1	1,5	1,4	1,4	13,6	12,9	12,2	19%	19%	19%	3,7%	3,8%	3,9%
Croda	4626,00	15,7	14,6	13,8	4,6	4,4	4,2	24,1	22,3	20,5	29%	30%	30%	0,0%	0,0%	0,0%
Sisecam	4,24	4,4	3,7	3,2	1,0	0,9	0,7	8,8	7,8	8,2	22%	23%	22%	3,6%	4,2%	4,2%
Soda Sanayii	5,29	6,4	5,4	5,1	1,6	1,4	1,3	8,3	7,7	6,1	26%	26%	26%	5,4%	6,4%	9,8%
Solvay	119,20	6,5	6,1	6,1	1,4	1,3	1,3	14,4	13,4	12,2	22%	22%	22%	3,2%	3,1%	3,4%
Tata Chemicals	744,90	8,5	8,4	7,9	1,7	1,6	1,6	15,3	15,5	15,9	20%	20%	20%	1,7%	1,8%	1,9%
Tessenderlo Chemie	34,65	7,2	6,5	5,8	0,9	0,8	0,8	14,1	12,8	9,1	12%	13%	13%	0,0%	-	-
Wacker Chemie	154,70	7,8	7,4	7,0	1,7	1,6	1,5	22,6	19,2	17,7	22%	22%	22%	2,5%	3,0%	3,6%
Mediana		**7,5**	**7,0**	**6,5**	**1,6**	**1,4**	**1,3**	**14,2**	**13,1**	**12,2**	**22%**	**21%**	**21%**	**3,1%**	**3,2%**	**3,6%**

Wycena spółek sektora elektromaszynowego (2018-05-17)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Atlas Copco	362,80	9,7	9,1	8,5	2,4	2,3	2,2	22,3	20,6	19,0	25%	25%	26%	2,2%	2,3%	2,5%
Caterpillar	153,69	12,3	11,0	10,0	2,3	2,2	2,1	16,9	14,6	12,9	19%	20%	21%	2,1%	2,1%	2,3%
Duro Felguera	0,27	10,0	8,5	-	0,5	0,5	-	27,2	7,8	-	5%	6%	-	11,0%	14,7%	-
Famur	5,98	8,3	7,1	6,6	1,8	1,6	1,5	17,1	13,3	11,7	21%	22%	22%	0,0%	2,0%	5,2%
Komatsu	3740,00	11,4	8,9	8,2	1,7	1,6	1,5	18,5	14,3	12,7	15%	18%	19%	2,0%	2,6%	2,9%
Sandvig AG	160,65	10,1	10,0	9,1	2,3	2,2	2,1	18,3	16,9	15,2	22%	22%	23%	2,4%	2,6%	3,0%
Mediana		**10,1**	**8,9**	**8,7**	**1,8**	**1,6**	**1,8**	**18,3**	**14,3**	**12,8**	**19%**	**20%**	**21%**	**2,1%**	**2,6%**	**2,9%**

Wycena spółek górniczych (2018-05-17)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
POLSKIE SPÓŁKI																
JSW	88,20	2,5	2,9	3,6	0,9	0,9	1,0	4,7	6,3	9,2	37%	32%	27%	0,0%	8,6%	7,9%
KGHM	95,00	4,6	3,4	3,1	1,1	0,9	0,8	7,9	5,9	5,8	24%	27%	26%	1,6%	3,2%	5,9%
LW Bogdanka*	53,50	2,7	2,4	2,4	0,9	0,8	0,8	9,2	7,7	8,9	33%	34%	33%	3,7%	4,6%	4,7%
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Anglo American	1883,20	4,6	5,3	5,4	1,6	1,6	1,6	9,9	12,0	11,6	34%	31%	30%	0,0%	0,0%	0,0%
Antofagasta	1081,50	6,2	5,9	5,6	3,3	3,2	3,0	17,5	16,4	16,3	54%	54%	54%	0,0%	0,0%	0,0%
BHP Billiton	34,44	4,2	4,4	4,5	2,3	2,3	2,3	15,1	17,7	18,6	54%	53%	52%	2,4%	2,2%	2,2%
Boliden	321,15	6,2	6,5	6,4	1,7	1,7	1,7	12,1	13,3	13,4	28%	27%	26%	4,8%	4,4%	4,9%
First Quantum	22,03	9,2	6,9	5,4	4,5	3,5	2,9	18,7	12,6	9,0	49%	51%	54%	0,1%	0,1%	0,2%
Freeport-McMoRan	16,78	4,0	5,6	4,4	1,7	2,1	1,8	7,6	12,2	9,5	43%	37%	42%	1,2%	2,1%	4,0%
Hudbay Min	9,41	3,4	3,3	3,1	1,6	1,5	1,5	9,6	9,1	8,0	46%	47%	49%	0,1%	0,1%	0,1%
Lundin Min	8,65	5,4	4,9	3,9	2,4	2,3	1,9	16,7	14,6	10,9	44%	46%	49%	1,0%	1,0%	1,0%
MMC Norilsk Nickel	17,48	6,3	6,2	5,7	3,1	3,0	2,9	8,5	8,5	9,0	49%	49%	51%	8,5%	10,0%	10,7%
OZ Minerals	10,40	5,1	5,9	5,1	2,6	2,7	2,3	14,4	20,7	16,6	50%	45%	45%	1,9%	1,6%	2,1%
Rio Tinto	4357,50	4,9	5,2	5,2	2,3	2,3	2,3	12,1	13,1	13,1	47%	45%	44%	0,0%	0,0%	0,0%
Sandfire Resources	8,97	4,0	3,6	3,1	2,0	1,8	1,6	12,0	10,0	7,7	50%	50%	51%	2,8%	3,5%	4,3%
Southern CC	51,99	10,6	10,0	9,4	5,7	5,4	5,2	19,7	18,1	17,5	54%	54%	56%	2,5%	2,2%	2,0%
Vedanta Resources	823,60	4,6	3,7	3,9	1,2	1,0	1,0	14,9	9,6	7,3	26%	28%	25%	0,0%	0,0%	0,0%
Mediana		**5,0**	**5,4**	**5,2**	**2,3**	**2,3**	**2,1**	**13,3**	**12,9**	**11,2**	**48%**	**47%**	**49%**	**1,1%**	**1,3%**	**1,5%**

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

Wycena europejskich operatorów narodowych (2018-05-17)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
POLSKIE SPÓŁKI																
Netia	5,40	6,2	6,6	6,6	1,6	1,7	1,7	49,1	59,3	51,9	25%	25%	26%	0,0%	0,0%	0,0%
Orange Polska	5,08	4,4	4,0	3,6	1,2	1,1	1,1	22,3	12,2	8,4	27%	28%	29%	0,0%	0,0%	4,9%
Play	26,76	5,7	5,8	5,2	1,9	1,8	1,7	7,4	7,1	6,9	33%	31%	33%	9,6%	9,6%	9,6%
Mediana		**5,7**	**5,8**	**5,2**	**1,6**	**1,7**	**1,7**	**22,3**	**12,2**	**8,4**	**27%**	**28%**	**29%**	**0%**	**0,0%**	**4,9%**
OPERATORZY O ŚREDNIEJ KAPITALIZACJI																
Proximus	23,43	5,5	5,4	5,3	1,7	1,7	1,7	13,2	12,6	12,5	32%	32%	33%	6,4%	6,5%	6,5%
Telefonica CP	281,50	9,8	9,9	8,9	2,5	2,5	2,5	17,7	17,2	16,9	26%	25%	28%	7,3%	7,2%	6,0%
Hellenic Telekom	10,80	4,5	4,4	4,4	1,5	1,5	1,5	18,4	15,8	14,5	34%	35%	35%	4,1%	5,0%	5,8%
Matav	420,00	4,1	4,1	4,2	1,3	1,3	1,3	11,8	14,5	10,5	31%	31%	31%	6,3%	6,9%	7,2%
Telecom Austria	7,74	5,5	5,4	5,3	1,7	1,7	1,7	14,5	13,1	11,6	32%	32%	32%	2,7%	3,4%	3,9%
Mediana		**5,5**	**5,4**	**5,3**	**1,7**	**1,7**	**1,7**	**14,5**	**14,5**	**12,5**	**32%**	**32%**	**32%**	**6,3%**	**6,5%**	**6,0%**
OPERATORZY O NAJWIĘKSZEJ KAPITALIZACJI																
BT	204,65	4,0	4,0	4,0	1,3	1,3	1,3	7,5	7,3	7,1	31%	32%	32%	0,0%	0,0%	0,0%
DT	14,13	5,7	5,4	5,3	1,7	1,7	1,7	14,5	12,7	11,5	30%	31%	31%	5,1%	5,5%	6,0%
KPN	2,46	7,0	6,9	6,8	2,6	2,6	2,7	20,1	18,1	15,4	37%	38%	39%	5,5%	7,8%	9,7%
Orange France	14,63	5,0	4,9	4,8	1,6	1,6	1,5	13,4	12,5	11,4	31%	32%	32%	4,7%	5,1%	5,2%
Swisscom	454,20	7,4	7,3	7,3	2,7	2,7	2,7	15,6	15,4	15,6	36%	36%	36%	4,8%	4,8%	4,8%
Telefonica S.A.	8,07	5,9	5,8	5,8	1,9	1,9	1,9	10,8	9,8	9,2	32%	33%	33%	4,8%	4,9%	4,9%
Telia Company	43,42	8,8	8,7	8,7	2,9	2,9	2,9	16,1	15,9	15,5	33%	33%	33%	5,3%	5,4%	5,5%
TI	0,77	4,5	4,4	4,4	2,0	2,0	2,0	10,2	9,6	8,8	43%	44%	45%	0,7%	0,9%	1,4%
Mediana		**5,8**	**5,6**	**5,5**	**1,9**	**1,9**	**1,9**	**14,0**	**12,6**	**11,4**	**32%**	**33%**	**33%**	**4,8%**	**5,0%**	**5,1%**

Wycena spółek mediowych (2018-05-17)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
POLSKIE SPÓŁKI																
Agora	14,50	5,0	5,2	5,1	0,5	0,5	0,5	27,5	29,9	24,4	11%	10%	10%	3,4%	5,2%	6,9%
Cyfrowy Polsat	25,50	7,0	6,4	6,0	2,4	2,2	2,1	13,0	11,1	10,1	34%	35%	35%	1,4%	1,9%	2,2%
Mediana		**6,0**	**5,8**	**5,6**	**1,5**	**1,4**	**1,3**	**20,3**	**20,5**	**17,3**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
DZIENNIKI																
Arnolgo Mondadori	1,46	5,7	5,3	5,4	0,5	0,5	0,5	11,2	9,3	9,7	8%	9%	9%	0,7%	2,4%	3,0%
Axel Springer	64,95	11,5	10,5	9,5	2,6	2,5	2,4	22,5	20,1	18,7	23%	24%	25%	3,2%	3,3%	3,5%
Daily Mail	749,00	13,1	12,6	11,8	2,0	2,0	1,9	18,2	16,8	14,8	15%	16%	16%	0,0%	0,0%	0,0%
Gruppo Editorial	0,39	5,2	5,0	5,7	0,5	0,5	0,5	9,3	8,3	7,3	9%	9%	8%	2,6%	4,1%	1,3%
New York Times	23,45	13,3	12,3	10,5	2,2	2,2	2,0	25,7	22,0	18,0	17%	18%	19%	0,7%	0,7%	0,7%
Promotora de Inform	2,10	8,2	7,8	7,5	1,7	1,7	1,7	7,6	10,1	17,3	20%	22%	23%	-	-	-
Trinity Mirror	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mediana		**9,9**	**9,2**	**8,5**	**1,8**	**1,8**	**1,8**	**14,7**	**13,4**	**16,0**	**16%**	**17%**	**18%**	**0,7%**	**2,4%**	**1,3%**
TV																
Atresmedia Corp	8,18	9,4	8,8	8,3	1,9	1,9	1,8	12,0	10,8	10,7	20%	21%	22%	7,0%	7,4%	7,9%
Gestevision Telecinco	8,34	9,9	9,3	9,0	2,6	2,5	2,5	13,5	12,8	12,3	26%	27%	28%	7,1%	7,6%	7,9%
ITV PLC	169,35	9,1	8,9	8,4	2,4	2,4	2,3	10,9	10,7	9,9	27%	26%	27%	0,0%	0,0%	0,0%
M6-Metropole Tel	19,20	6,3	6,0	6,1	1,6	1,6	1,6	14,2	13,7	13,2	25%	26%	26%	5,1%	5,4%	6,1%
Mediaset SPA	3,10	4,3	4,3	3,8	1,5	1,7	1,7	19,7	13,7	12,9	36%	38%	44%	3,9%	4,8%	5,3%
Modern Times	353,20	11,4	10,4	9,5	1,2	1,2	1,1	20,5	18,6	16,2	11%	11%	11%	3,7%	3,8%	3,9%
Prosieben	27,36	7,5	7,1	6,7	1,9	1,8	1,7	11,4	10,8	10,2	26%	26%	26%	7,3%	7,6%	8,0%
RTL Group	65,00	7,8	7,6	7,4	1,7	1,6	1,6	13,5	12,7	12,5	21%	21%	21%	6,4%	6,3%	6,6%
TF1-TV Francaise	10,12	5,5	4,7	4,4	0,9	0,9	0,9	16,9	12,3	11,2	16%	18%	19%	3,8%	4,7%	5,3%
Mediana		**7,8**	**7,6**	**7,4**	**1,7**	**1,7**	**1,7**	**13,5**	**12,7**	**12,3**	**25%**	**26%**	**26%**	**5,1%**	**5,4%**	**6,1%**
PAY TV																
Sky PLC	1365,00	12,8	12,0	10,8	2,2	2,1	2,0	20,9	19,7	17,1	17%	17%	18%	0,0%	0,0%	0,0%
Cogeco	71,05	5,6	5,2	5,0	2,5	2,4	2,4	11,6	11,1	11,5	45%	46%	47%	2,7%	2,8%	2,7%
Comcast	32,41	7,3	7,0	6,6	2,4	2,3	2,2	13,0	11,8	10,3	33%	33%	33%	2,3%	2,6%	2,9%
Dish Network	32,65	8,2	9,1	10,2	1,5	1,6	1,7	13,3	16,0	20,5	19%	17%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
Liberty Global	29,17	5,9	5,6	5,4	2,8	2,8	2,6	45,6	33,0	19,0	48%	49%	49%	0,0%	0,0%	0,0%
Shaw Communications	20,35	8,1	7,6	7,2	3,3	3,1	3,0	22,2	19,3	16,5	40%	41%	41%	7,5%	7,6%	8,0%
Mediana		**7,7**	**7,3**	**6,9**	**2,4**	**2,3**	**2,3**	**17,1**	**17,7**	**16,8**	**37%**	**37%**	**37%**	**1,2%**	**1,3%**	**1,3%**

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

Wycena spółek IT (2018-05-17)

		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
POLSKIE SPÓŁKI																
AB*	22,50	5,5	5,1	5,0	0,1	0,1	0,1	6,5	5,7	5,0	1%	1%	1%	-	-	-
Asseco Poland	44,92	8,8	8,2	7,8	1,1	1,0	1,0	15,3	16,0	15,5	12%	12%	13%	6,7%	6,7%	4,5%
Comarch	151,50	8,6	7,5	7,2	1,0	0,9	0,9	21,8	16,1	14,7	12%	13%	13%	1,0%	6,6%	6,6%
Sygnity*	2,97	3,4	2,6	2,1	0,2	0,2	0,2	10,2	5,4	3,9	6%	7%	8%	-	-	-
Mediana		**7,1**	**6,3**	**6,1**	**0,6**	**0,6**	**0,5**	**12,8**	**10,9**	**9,8**	**9%**	**10%**	**10%**	**3,8%**	**6,7%**	**5,5%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atos Origin	115,50	7,0	6,6	6,2	0,9	0,9	0,9	13,1	12,1	11,6	13%	14%	14%	1,6%	1,8%	1,9%
CapGemini	115,30	11,2	10,4	9,8	1,6	1,5	1,4	18,9	17,2	15,8	14%	14%	15%	1,6%	1,7%	1,9%
IBM	144,50	8,6	8,4	8,4	2,1	2,1	2,1	10,4	10,2	9,8	24%	25%	24%	4,3%	4,4%	4,6%
Indra Sistemas	11,20	8,4	7,5	7,0	0,8	0,8	0,7	15,6	13,0	11,5	10%	10%	11%	0,7%	1,9%	2,3%
Microsoft	96,18	15,7	14,0	12,5	6,3	5,8	5,4	26,2	24,5	21,4	40%	42%	43%	1,7%	1,9%	2,0%
Oracle	46,54	9,7	9,3	8,8	4,5	4,4	4,2	15,1	13,9	12,8	47%	47%	48%	1,6%	1,6%	1,7%
SAP	96,52	15,1	13,5	12,5	4,8	4,5	4,2	22,1	19,9	17,9	32%	33%	33%	1,5%	1,7%	1,8%
TietoEnator	-	0,7	0,6	0,6	0,1	0,1	0,1	-	-	-	13%	13%	13%	-	-	-
Mediana		**9,1**	**8,8**	**8,6**	**1,8**	**1,8**	**1,7**	**15,6**	**13,9**	**12,8**	**19%**	**19%**	**19%**	**1,6%**	**1,8%**	**1,9%**

Wycena spółek budowlanych (2018-05-17)

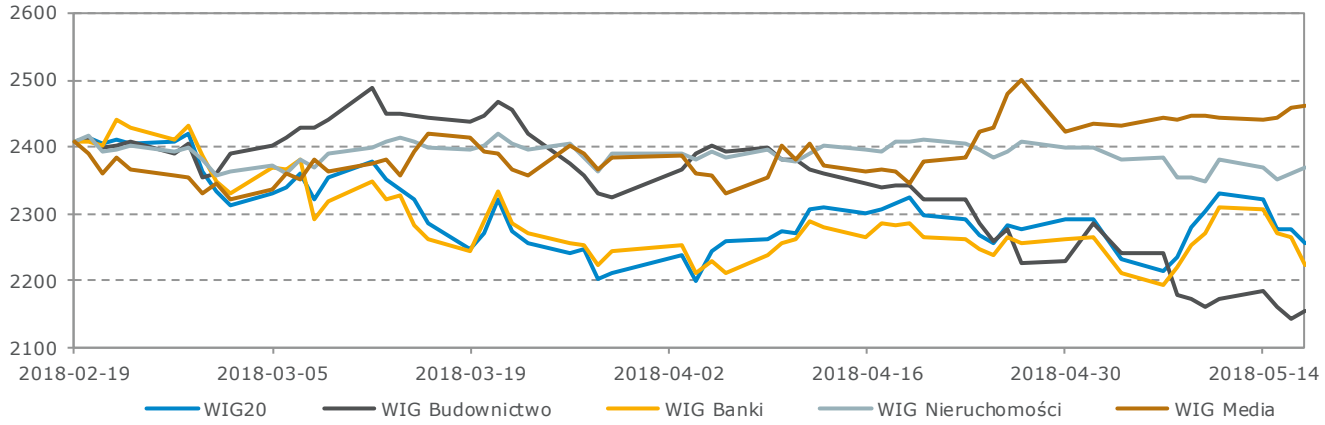
		EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
POLSKIE SPÓŁKI																
Budimex	185,00	5,0	5,2	6,6	0,4	0,4	0,4	11,4	11,9	13,4	8%	7%	7%	9,5%	8,6%	8,2%
Elektrobudowa	89,20	3,9	4,5	4,3	0,3	0,3	0,3	10,1	12,0	11,8	7%	7%	7%	11,8%	7,8%	6,7%
Elektrotim	6,90	3,8	4,2	3,9	0,2	0,2	0,2	7,9	9,5	9,0	5%	5%	5%	7,2%	8,0%	8,7%
Erbud	18,50	5,0	4,4	4,2	0,1	0,1	0,1	11,3	9,1	8,7	2%	3%	3%	5,9%	4,4%	6,6%
Herkules	3,00	5,3	4,3	4,1	1,3	1,0	0,9	10,0	7,0	7,0	26%	23%	23%	5,3%	6,0%	6,7%
Torpol	5,62	3,5	3,3	2,4	0,1	0,1	0,1	9,0	6,4	5,0	3%	3%	4%	0,0%	3,3%	4,7%
Trakcja	3,65	4,2	3,3	2,2	0,2	0,1	0,1	12,5	6,1	3,8	4%	4%	6%	5,5%	5,5%	11,0%
Ulma Construccion	72,00	3,8	3,4	3,3	1,5	1,4	1,4	12,9	10,8	11,3	39%	42%	42%	5,3%	5,6%	5,6%
Unibep	6,70	5,0	3,9	3,7	0,1	0,1	0,1	7,7	6,6	7,2	3%	4%	3%	2,2%	4,6%	6,1%
ZUE	5,90	5,6	4,8	2,9	0,2	0,2	0,1	12,6	7,9	5,6	3%	3%	4%	0,0%	2,4%	6,3%
Mediana		**4,6**	**4,2**	**3,8**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**10,7**	**8,5**	**7,9**	**5%**	**5%**	**5%**	**5,4%**	**5,5%**	**6,6%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Acciona	67,62	7,2	6,9	6,7	1,3	1,3	1,3	15,9	14,2	13,1	18%	18%	19%	4,4%	4,7%	4,7%
Astaldi	2,35	4,1	4,1	4,3	0,4	0,4	0,4	3,2	3,1	3,1	11%	11%	10%	2,1%	0,0%	-
Ferrovial	17,45	21,0	19,1	17,7	1,5	1,5	1,4	34,6	28,9	25,3	7%	8%	8%	4,3%	4,4%	4,4%
Hochtief	151,50	6,6	6,1	5,8	0,4	0,4	0,4	19,4	17,6	16,6	6%	6%	6%	2,4%	2,8%	3,0%
Mota Engil	3,64	5,1	4,7	4,2	0,8	0,8	0,7	14,5	10,9	9,0	16%	16%	16%	2,8%	3,7%	4,4%
NCC	161,90	5,9	5,1	4,7	0,3	0,2	0,2	13,4	10,9	10,0	4%	5%	5%	5,8%	6,1%	6,7%
Skanska	168,30	9,6	8,5	8,0	0,4	0,4	0,4	15,2	13,4	12,5	4%	5%	5%	5,0%	5,2%	5,5%
Strabag	36,20	3,9	3,8	-	0,2	0,2	-	13,2	12,8	-	6%	6%	-	3,0%	3,4%	-
Mediana		**6,2**	**5,6**	**5,8**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**14,9**	**13,1**	**12,5**	**7%**	**7%**	**8%**	**3,7%**	**4,0%**	**4,6%**

Wycena spółek deweloperskich (2018-05-17)

		EV/EBITDA			P/BV			P/E			marża EBITDA			DY		
	Cena	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
POLSKIE SPÓŁKI																
BBI Development	0,56	13,5	5,8	12,4	0,3	0,3	0,3	13,0	6,2	10,7	16%	52%	41%	0,0%	0,0%	0,0%
Dom Development	88,20	7,4	7,7	7,3	2,1	2,1	2,1	9,2	9,4	8,9	17%	18%	18%	8,6%	10,8%	10,6%
Echo Investment	4,84	7,5	7,8	9,4	1,2	1,1	1,1	6,6	6,1	7,5	77%	53%	39%	10%	11%	11,5%
GTC	8,94	15,0	14,1	12,7	1,0	0,9	0,9	10,7	9,3	8,1	88%	91%	94%	0,2%	0,2%	0,3%
i2 Development	17,50	5,6	6,1	5,7	0,7	0,7	0,6	4,8	5,0	5,1	20%	15%	15%	12,2%	10,5%	9,9%
J.W. Construction	3,50	6,2	4,5	4,6	0,4	0,4	0,4	6,3	4,6	4,8	17%	17%	17%	0,0%	0,0%	0,0%
PA Nova	23,50	10,9	12,2	11,5	0,6	0,6	0,6	7,7	8,9	8,5	24%	20%	21%	0,0%	3,2%	4,3%
Polnord	8,11	32,3	22,4	22,0	0,4	0,3	0,3	13,4	10,8	10,3	7%	9%	9%	0,0%	0,0%	0,0%
Ronson	1,18	10,1	8,8	6,7	0,5	0,5	0,5	8,5	6,8	5,4	11%	13%	13%	4,2%	5,1%	6,8%
Mediana		**10,1**	**7,8**	**9,4**	**0,6**	**0,6**	**0,6**	**8,5**	**6,8**	**8,1**	**17%**	**18%**	**18%**	**0%**	**3%**	**4%**
ZAGRANICZNE SPÓŁKI																
Atrium European RE	4,05	14,8	14,5	14,9	0,8	0,8	0,8	12,9	12,5	11,8	74%	82%	76%	8,6%	7,1%	6,9%
CA Immobilien Anlagen	28,50	25,2	22,4	22,6	1,1	1,1	1,1	23,1	22,1	18,0	67%	70%	-	3,0%	3,3%	3,5%
Deutsche Euroshop AG	31,02	17,7	17,7	17,9	0,8	0,8	0,9	13,3	13,4	14,2	88%	87%	87%	4,8%	5,0%	5,0%
Immofinanz AG	2,12	30,7	28,1	27,2	0,8	0,8	-	27,9	23,8	14,1	52%	54%	49%	2,9%	3,3%	-
Klepierre	34,08	21,6	20,9	20,8	0,9	0,9	0,9	13,4	12,8	12,4	83%	84%	79%	6,2%	6,4%	6,8%
Segro	645,00	32,1	28,6	26,5	1,1	1,0	0,9	29,6	26,5	24,5	80%	80%	82%	0,0%	0,0%	0,0%
Unibail Rodamco SE	193,60	24,9	24,0	22,4	1,0	0,9	0,9	15,1	14,2	13,3	89%	89%	90%	5,9%	6,2%	6,5%
Mediana		**24,9**	**22,4**	**22,4**	**0,9**	**0,9**	**0,9**	**15,1**	**14,2**	**14,1**	**80%**	**82%**	**81%**	**4,8%**	**5,0%**	**5,8%**

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

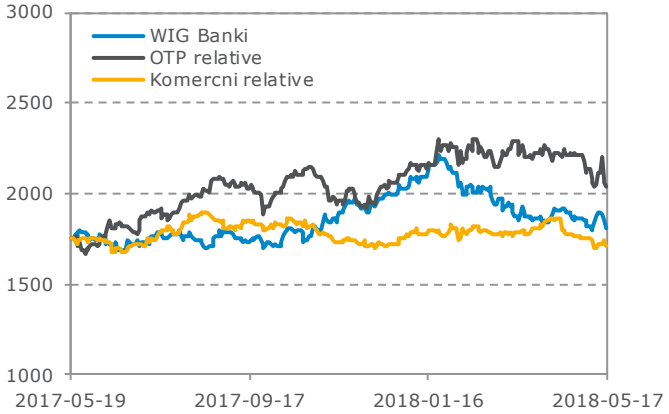
Notowania indeksów sektorowych na tle WIG20



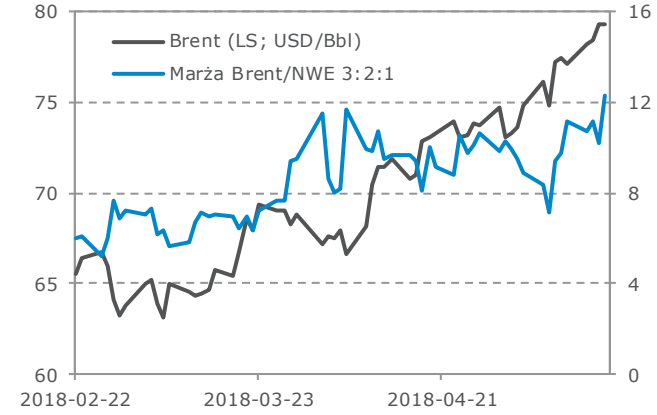
WIG IT na tle MSCI Europe Software & Services (USD)



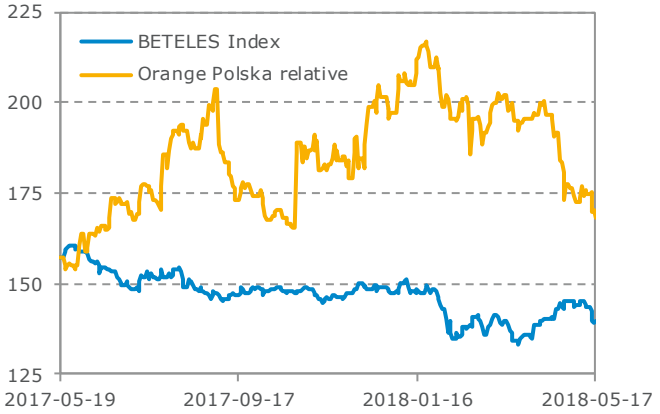
OTP Bank i Komercni Banka na tle WIG Banki (EUR)



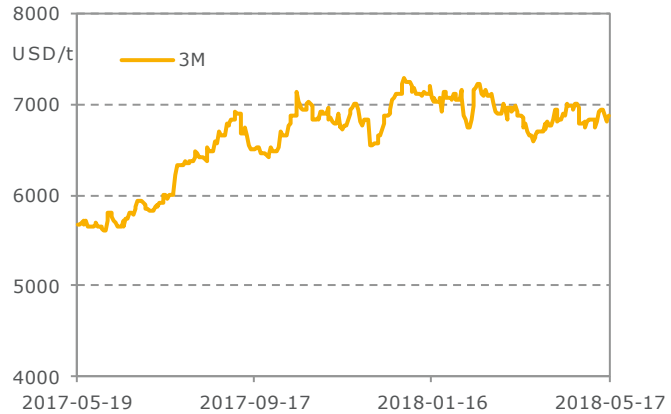
Cena ropy Brent i marża Brent/NWE 3:2:1 (USD; PS)



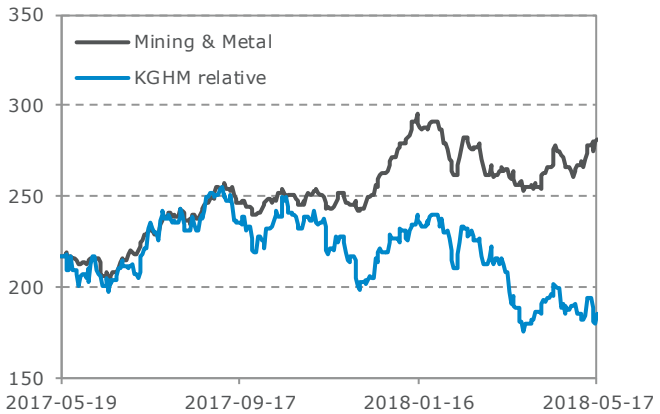
Orange Polska na tle indeksu BETELES (EUR)



Cena miedzi na LME



KGHM na tle indeksu sektorowego (USD)

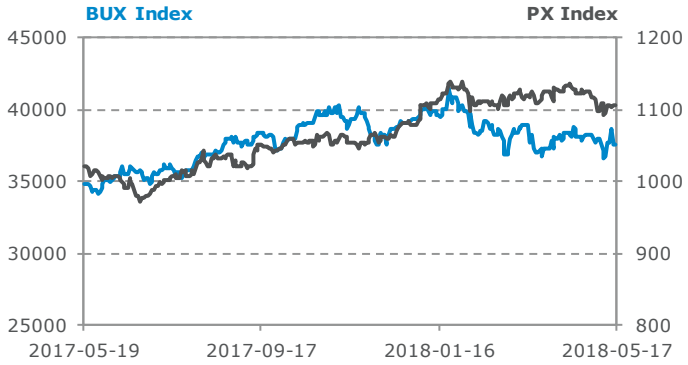


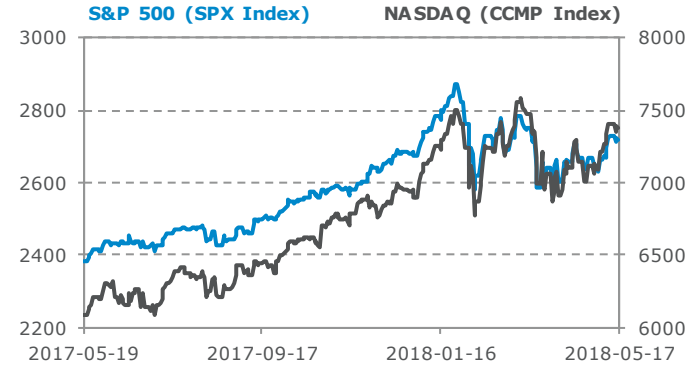
Źródło: Bloomberg

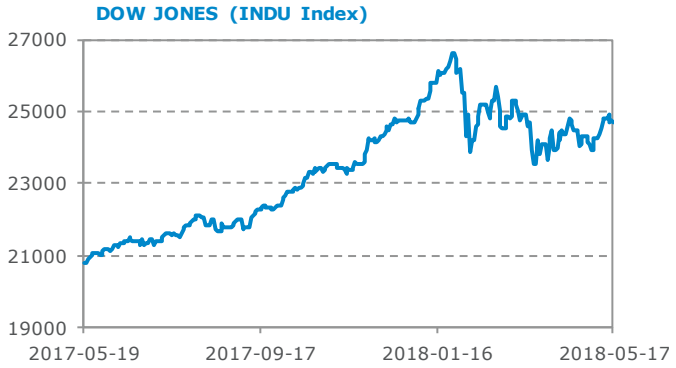
Przegląd rynków zagranicznych

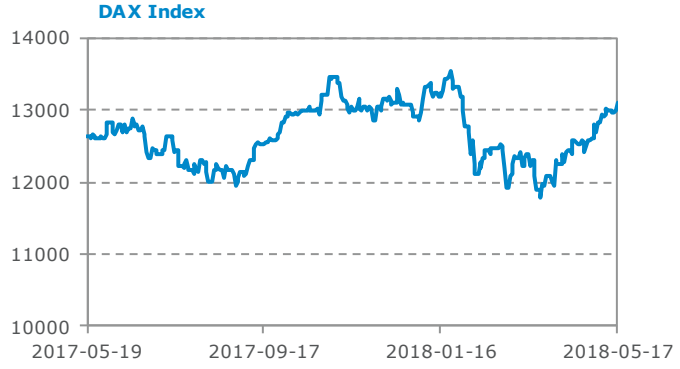
Indeks	Sesja z dnia	Otwarcie	Maksimum	Minimum	Zamknięcie	Zmiana %
DJIA	2018-05-17	24 752,40	24 839,49	24 639,40	24 713,98	-0,22%
S&P 500	2018-05-17	2 719,71	2 731,96	2 711,36	2 720,13	-0,09%
NASDAQ	2018-05-17	7 379,58	7 425,39	7 350,46	7 382,47	-0,21%
DAX	2018-05-17	12 985,14	13 114,63	12 981,89	13 114,61	+0,91%
CAC 40	2018-05-17	5 570,39	5 621,92	5 570,04	5 621,92	+0,98%
FTSE 100	2018-05-17	7 734,20	7 788,23	7 713,85	7 787,97	+0,70%
WIG20	2018-05-17	2 269,54	2 280,22	2 253,60	2 255,78	-0,88%
BUX	2018-05-17	37 600,29	37 898,24	37 507,45	37 538,04	-0,10%
PX	2018-05-17	1 105,70	1 114,25	1 104,85	1 107,39	+0,12%
RTS	2018-05-17	1 715,75	1 722,65	1 697,03	1 700,27	-0,33%
SOFIX	2018-05-17	642,57	649,98	642,11	649,98	+1,15%
BET	2018-05-17	8 579,82	8 640,86	8 511,49	8 511,49	-0,76%
XU100	2018-05-17	102 611,10	102 713,90	101 561,10	101 869,40	-0,28%
BETELES	2018-05-17	139,38	139,72	138,89	139,72	+0,30%
NIKKEI	2018-05-17	22 820,62	22 887,03	22 799,16	22 838,37	+0,53%
SHCOMP	2018-05-17	3 170,01	3 172,77	3 148,62	3 154,28	-0,48%
Miedź	2018-05-17	6 850,00	6 900,00	6 833,00	6 879,00	+0,78%
Ropa	2018-05-17	78,59	79,84	78,41	78,87	+0,46%
USD/PLN	2018-05-17	3,6189	3,6474	3,6082	3,6426	+0,65%
EUR/PLN	2018-05-17	4,2731	4,3001	4,2707	4,2962	+0,54%
EUR/USD	2018-05-17	1,1807	1,1838	1,1777	1,1795	-0,11%
USBonds10	2018-05-17	3,0945	3,1205	3,0853	3,1112	+0,0148
GRBonds10	2018-05-17	0,6210	0,6460	0,5980	0,6400	+0,0340
PLBonds10	2018-05-17	3,2940	3,3200	3,2790	3,3090	+0,0380

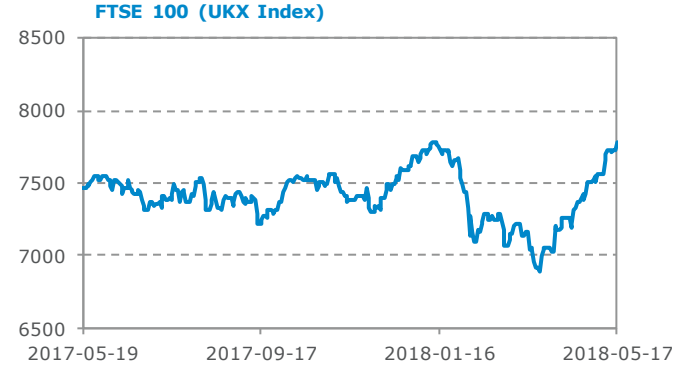




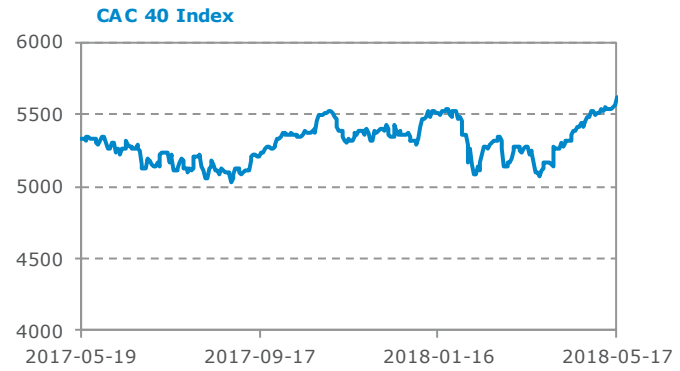


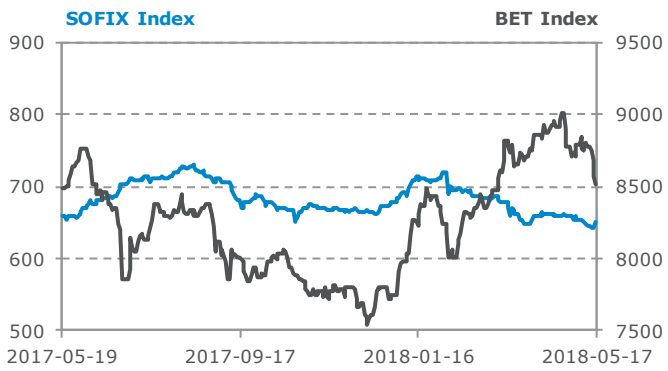


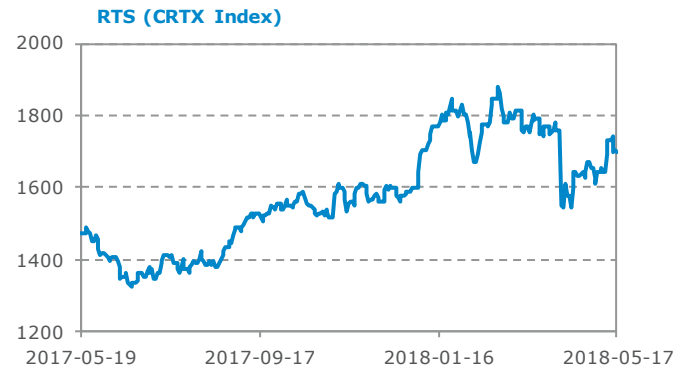


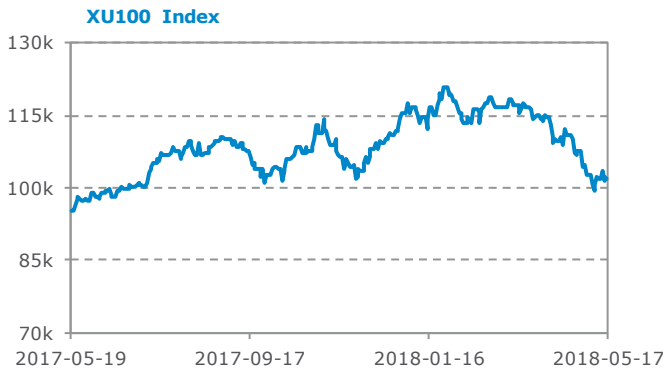


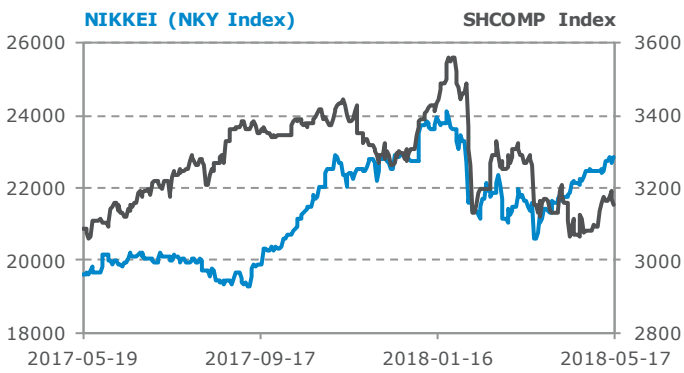
Źródło: Bloomberg

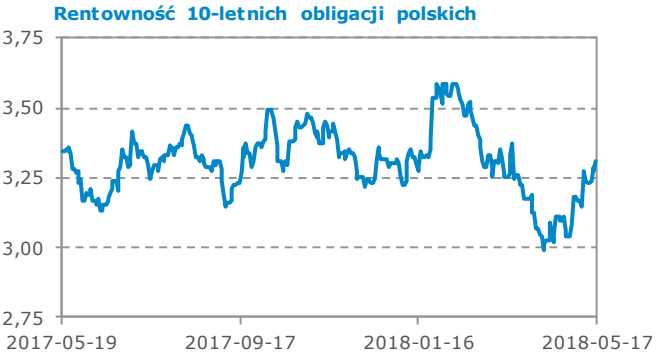


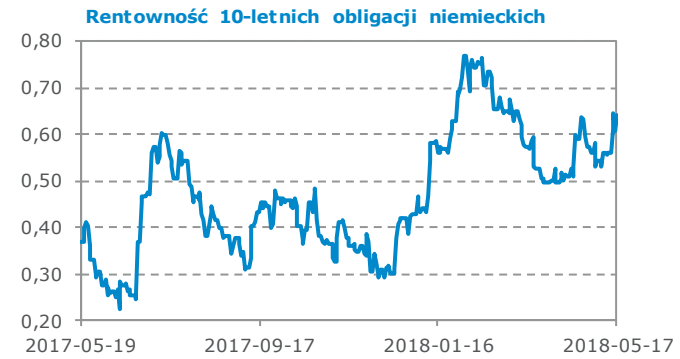


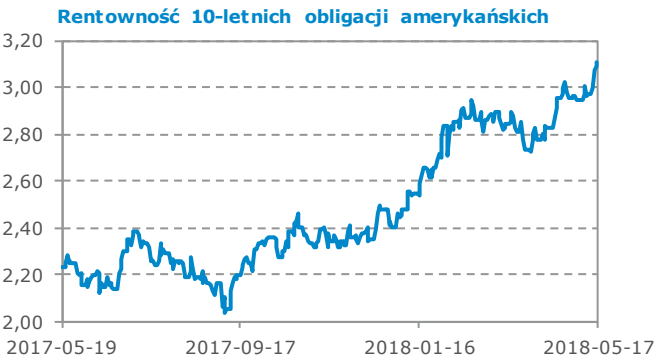


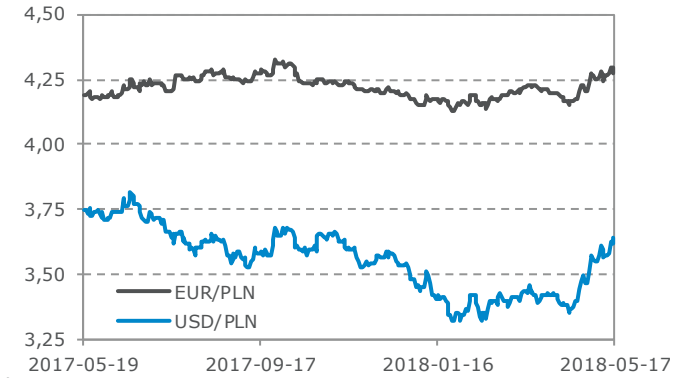














Źródło: Bloomberg

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

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

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: GetBack, Cognor Holding.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Asseco SEE, Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, PBKM, Robyg.

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

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

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl