

czwartek, 3 września 2015 | opracowanie cykliczne

## Przegląd miesięczny: wrzesień 2015

### Rynek akcji, makroekonomia

#### Rynek akcji

Sytuacja makro na rynkach rozwiniętych jest stabilna, podwyżki stóp procentowych w USA oddalają się, zyski spółek w Niemczech zaskakują pozytywnie. Przyjmując założenie *soft landingu* w Chinach, uważamy że obecne spadki to bardzo dynamiczna korekta, a nie początek trendu spadkowego.

#### Ze spółek

##### Finanse

Oczekujemy, iż sentyment do polskich banków pozostanie negatywny. Ustawa restrukturyzacyjna CHF, nawet zakładając poprawki Senatu, przyniesie znaczące straty dla sektora. Ponadto oczekujemy, iż we wrześniu kampania wyborcza nabierze tempa i będziemy mogli poznać dalsze szczegóły dotyczące podatku bankowego. Obecnie rekomendujemy inwestycje w banki zagraniczne (OTP i Erste), a z polskiego rynku w PZU oraz Prime Car Management.

##### Paliwa

Marże rafinerijne po ostatnich wzrostach cen ropy znalazły się pod presją, ale naszym zdaniem to jeszcze nie koniec sprzyjającego makro w sektorze. Poprawa relacji marż dieslowych na tle benzynowych premiuje obecnie LTS i MOL. Podtrzymujemy negatywną rekomendację na PGN.

##### Energetyka

Po ostatnich spadkach w sektorze oczekujemy poprawy sentymentu z uwagi na oczekiwany wzrost budżetu ORM, który powinien przełożyć się na wyższe ceny energii. Podnosimy rekomendację dla PGE do kupuj.

##### Telekomunikacja, Media, IT

Ryzyko obniżenia dywidendy w Orange Polska po informacjach o nowym pomysle zakończenia aukcji może przełożyć się na spadki notowań telekoma w krótkim okresie, jednak w długim terminie pozostajemy pozytywni. Nowe rozwiązanie aukcji LTE to negatywna informacja dla Cyfrowego Polsatu.

##### Górnictwo i metale

Przecena metali wynika głównie z obaw o kondycję gospodarki chińskiej, bieżące dane o światowej konsumpcji i podaży nie uzasadniają tak silnych spadków. Dalsze luzowanie polityki fiskalnej i monetarnej w Chinach powinno prowadzić do zamykania krótkich pozycji i wzrostu cen w 2H.

##### Przemysł

W 2Q'15 na 49 obserwowanych przez nas spółek przemysłowych 43% zaraportowało wyniki finansowe lepsze r/r. Wśród naszych faworytów pozostają ACE, Berling, Elemental Holding, Relpol, SecoWarwick, Vistal, Uniwheels. Unikalibyśmy akcji Alchemii, Boryszewa, Grupy Kęty, Polskiej Grupy Odlewniczej, Patentus.

##### Budownictwo

W 2Q'15 monitorowane spółki budowlane zwiększyły wynik EBITDA i zysk netto o odpowiednio 30% i 64%. Podnosimy rekomendację Budimeksu do kupuj. Elektrobudowa, Erbud i Elektrotim pozytywnie zaskoczyły wynikami. Atrakcyjnie wycenione są ponadto Trakcja i Torpol.

##### Deweloperzy

Dobre wyniki 2Q'15 w Dom Development, LC Corp i Robygu wspierają naszą pozytywną opinię o powyższych spółkach. Otoczenie wciąż pozostaje bardziej sprzyjające deweloperom mieszkaniowych niż komercyjnym.

##### Handel

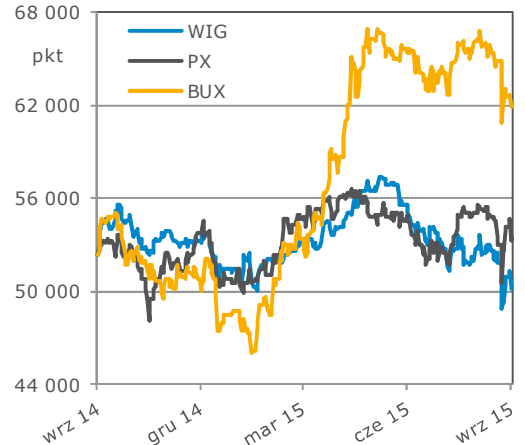
CCC oraz LPP opublikowały słabe dane sprzedażowe za sierpień. Obawa o utrzymanie się niższych poziomów MBNS może ciążyć na kursach tych spółek. Istotne zmniejszenie zadłużenia Eurocash po 2Q'15 zwiększa szanse na ogłoszenie planów M&A, co może wspierać zachowanie się kursu.

##### Inne

Work Service zaraportował słabe wyniki za 2Q'15, co może przełożyć się na dalsze spadki kursu.

WIG ..... 50 136  
Średnie P/E 2015 ..... 14,0  
Średnie P/E 2016 ..... 12,3  
Średni dzienny obrót (3M) ..... 786 mln PLN

#### WIG na tle indeksów w regionie



#### Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
Budimex	Kupuj	▲
Dom Development	Kupuj	▲
Famur	Kupuj	▲
Lotos	Kupuj	▲
PGE	Kupuj	▲
PZU	Kupuj	▲
TVN	Zawieszona	

#### Departament Analiz:

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

Kamil Kliszcz  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mdm.pl](mailto:kamil.kliszcz@mdm.pl)

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)

Piotr Zybala  
+48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mdm.pl](mailto:piotr.zybala@mdm.pl)

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.pl)

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

## Spis treści

<b>1. Rynek akcji</b>	<b>4</b>
<b>2. Makroekonomia</b>	<b>6</b>
<b>3. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku</b>	<b>9</b>
<b>4. Statystyki rekomendacji</b>	<b>10</b>
<b>5. Banki</b>	<b>11</b>
5.1. BZ WBK	16
5.2. Getin Noble Bank	17
5.3. Handlowy	18
5.4. ING BSK	19
5.5. Millennium	20
5.6. Pekao	21
5.7. PKO BP	22
5.8. Komercni Banka	24
5.9. Erste Bank	25
5.10. RBI	26
5.11. OTP Bank	28
<b>6. Ubezpieczyciele</b>	<b>29</b>
6.1. PZU	29
<b>7. Usługi finansowe</b>	<b>30</b>
7.1. Kruk	30
7.2. Prime Car Management	31
7.3. Skarbiec Holding	32
<b>8. Paliwa, chemia</b>	<b>33</b>
8.1. Ciech	34
8.2. Lotos	35
8.3. MOL	36
8.4. PGNiG	37
8.5. PKN Orlen	38
8.6. Polwax	39
8.7. Synthos	40
<b>9. Energetyka</b>	<b>41</b>
9.1. CEZ	42
9.2. Enea	43
9.3. Energa	44
9.4. PGE	45
9.5. Tauron	46
<b>10. Telekomunikacja</b>	<b>48</b>
10.1. Netia	48
10.2. Orange Polska	49
<b>11. Media</b>	<b>50</b>
11.1. Agora	50
11.2. Cyfrowy Polsat	51
11.3. TVN	52
11.4. Wirtualna Polska	53
<b>12. IT</b>	<b>54</b>
12.1. Asseco Poland	54
<b>13. Górnictwo i metale</b>	<b>55</b>
13.1. JSW	55
13.2. KGHM	56
13.3. LW Bogdanka	58
<b>14. Przemysł</b>	<b>59</b>
14.1. Elemental	61
14.2. Famur	62
14.3. Kernel	63
14.4. Kęty	64
14.5. Kopex	65
14.6. Tarczyński	66
14.7. UNIWHEELS	67
14.8. Vistal	68
<b>15. Budownictwo</b>	<b>70</b>
15.1. Budimex	73
15.2. Elektrobudowa	74
15.3. Erbud	75

15.4. Unibep.....	76
<b>16. Deweloperzy.....</b>	<b>77</b>
16.1. Capital Park.....	79
16.2. Dom Development.....	80
16.3. Echo Investment.....	81
16.4. GTC.....	82
16.5. Robyg.....	83
<b>17. Handel.....</b>	<b>84</b>
17.1. AmRest.....	87
17.2. CCC.....	88
17.3. Eurocash.....	89
17.4. Jeronimo Martins.....	90
17.5. LPP.....	91
<b>18. Inne.....</b>	<b>92</b>
18.1. Work Service.....	92

## Rynek akcji

Zawirowania na międzynarodowych rynkach finansowych i obawy o wpływ spowolnienia w Chinach na światową gospodarkę silnie przeceniły giełdy w sierpniu (S&P500: -6,3%, DAX -9,3%, MSCI EM; -8,9%, WIG20: -2,8%), czego nie zakładaliśmy w naszych oczekiwaniach. Co może uspokoić rynki? Wydaje się, że tylko zdecydowane działania władz chińskich i dalsze luzowanie polityki monetarnej (jedna obniżka stóp już za nami) połączone z pakietem fiskalnym. Momentum obniżania prognoz dla chińskiej gospodarki musi się zatrzymać. Obecna sytuacja raczej oddala podwyżki stóp procentowych w USA na wrześniowym posiedzeniu, co dalej powinno osłabiać USD... a to teoretycznie pozytywny czynnik dla rynków wschodzących. Należy również pamiętać, że spadek cen surowców (w szczególności ropy naftowej) jest korzystny dla światowej gospodarki w tym również dla Chin – w przypadku gospodarek rynków wschodzących eksponowanych na branżę wydobywczą inwestorzy mogli już to ryzyko wycenić (spadek cen aktywów, osłabienie waluty). Biorąc pod uwagę wymienione powyżej czynniki (w szczególności założenie *soft landingu* w Chinach), uważamy że obecne spadki to bardzo dynamiczna korekta, a nie początek trendu spadkowego. Prawdopodobnie mamy do czynienia z „finalną” i kończącą cykl spadków przeceną na rynkach wschodzących i rynkach surowcowych. Ryzyko polityczne (banki, energetyka) nadal jest duże, rynek jednak zakłada, że w dużej mierze zostało ono już wycenione. Kolejne rozwiązania legislacyjne dotyczące opodatkowania banków czy zaangażowania energetyki w ratowanie kopalń powinny być mniej dotkliwe niż te, które inwestorzy wyceniali jeszcze kilka tygodni temu.

### W USA gospodarka zaskakuje pozytywnie, ale ryzyka pozostają

Finalny odczyt wzrostu PKB w USA za 2Q (+3,7%) potwierdza, że gospodarka wyszła już ze spowolnienia obserwowanego w 1Q. W całym pierwszym półroczu dynamika PKB wyniosła +2,1%. W stosunku do wcześniejszych odczytów za 2Q zweryfikowane w górę zostały przede wszystkim inwestycje, jak również dynamika sprzedaży detalicznej i konsumpcji oraz akumulacja zapasów. Dobrą koniunkturę potwierdzają również bardzo dobre dane o zamówieniach na dobra trwałe w lipcu (+2% vs. oczekiwane 0,2%). Łyżeczką dziegciu okazały się jednak sierpniowe dane dotyczące ISM Manufacturing, który obniżył się do zaledwie 51,1 pkt vs. 53 pkt oczekiwane przez analityków i 52,7 w poprzednim miesiącu. Niepokoić może szczególnie silne załamanie tempa napływu nowych zamówień (51,7 vs. 56,5 w poprzednim miesiącu). Niestabilne otoczenie zewnętrzne (przede wszystkim spowolnienie w Chinach) i towarzyszące temu ostatnie wypowiedzi przedstawicieli FOMC (Dudley, Lockhart) powodują, że oczekiwana jeszcze niedawno na wrzesień podwyżka stóp procentowych przesunie się najprawdopodobniej na grudzień. Jeżeli momentum makro – w ślad za ISM – będzie się pogarszało rynek zacznie spekulować o kolejnym przesunięciu terminu lub powrotu do QE.

Pomimo słabnącej koniunktury w Azji europejskie PMI w przemyśle zaskoczyły pozytywnie. Sierpniowy odczyt dla strefy to 52,3 pkt wobec 52,4 pkt na koniec poprzedniego miesiąca. W przypadku Niemiec odnotowano wzrost wskaźnika z 51,8 pkt do 53,3 pkt. Również sezon raportów kwartalnych spółek niemieckich potwierdza, że utrzymuje się pozytywne momentum, a analitycy podnoszą swoje dotychczasowe oczekiwania.

### Panika na rynkach, początek trendu na DM czy silna korekta?

Obserwowane w sierpniu spadki cen surowców i akcji mają już typowy charakter *fire sale* i w dużej mierze są efektem panicznych umorzeń ETFów czy wycofywania kapitału z funduszy dedykowanych na poszczególne rynki – w szczególności rynki wschodzące. W ciągu ostatnich 13 miesięcy (do końca lipca) z funduszy na 19 największych EM wypłynęło łącznie 940 mld USD. Dla porównania w okresie 2009–1H'2014 (tj. 66 miesięcy) te same fundusze pozyskały netto 2 bln USD. Bloomberg Commodity spadł do najniższego poziomu od 16 lat, cena ropy naftowej zaliczyła najdłuższy ciąg tygodniowych spadków od połowy lat '90. To obawy o kondycję chińskiej gospodarki uruchomiły ten zabójczy dla rynków mechanizm. Problem w ocenie sytuacji polega na tym, że tak jak w przypadku USA czy Europy sytuacja jest bardziej przewidywalna, w przypadku gospodarki chińskiej mamy do czynienia z „czarną dziurą”, a w prawdziwość oficjalnych danych nie wierzy duża część inwestorów. Ważnym elementem przyczyniającym się do paniki były niespełnione oczekiwania inwestorów, co do zaaplikowania gospodarce chińskiej kolejnego pakietu stymulacyjnego. Wyraźnie było to widoczne w rozczarowaniu (i pogłębieniu spadków) jakie przyniosła „tylko” dewaluacja jena (1,8%) oraz brak obniżek stopy rezerw obowiązkowych w bankach.

Z danych, które dostają inwestorzy wynika, że sytuacja w Chinach (przynajmniej na razie) jest dużo lepsza niż w okresie kryzysu 2008-10. Oczekuje się, że w 2015 roku wzrost PKB zwolni poniżej 7% – to nadal jednak oznacza dodatkowe 700 mld USD do światowego PKB (odpowiednik gospodarki Szwajcarii). Ponadto w przeciwieństwie do wspomnianego okresu kryzysu, obecnie istnieje relatywnie stabilne otoczenie zewnętrzne, a Chiny mają duże rezerwy jeśli chodzi o możliwość pobudzenia gospodarki. Podstawowa stopa procentowa znajduje się nadal na poziomie 4,8%, a rezerwy walutowe to 3,6 biliona USD. Makroekonomiści wskazują, że wpływ giełdy na poziom konsumpcji w Chinach jest relatywnie (do krajów Europy Zachodniej) niewielki, co wiąże się m.in. z tym, że stosunkowo niewielka liczba i to najczęściej zamożnej części gospodarstw domowych inwestuje/spekuluje na giełdzie. Ponadto należy pamiętać, że dopiero w zeszłym tygodniu indeks chińskich akcji spadł poniżej poziomów z otwarcia roku.

### Kondycja polskiej gospodarki nadal dobra

3,6% w 1Q i 3,3% w 2Q wzrostu PKB w Polsce nie powala, ale biorąc pod uwagę trudne otoczenie zewnętrzne (słaby wzrost w strefie, niepewna sytuacja na innych rynkach wschodzących) korzystnie wyróżnia się na tle EM. W kolejnych kwartałach gospodarka powinna jeszcze przyspieszyć, co będzie możliwe dzięki: 1) przyspieszeniu dynamiki konsumpcji prywatnej (wzrost realnych wynagrodzeń, rosnąca akcja kredytowa, spadek cen paliw zwiększający dochód rozporządzalny), 2) wzrostowi wydatków inwestycyjnych (wynika ze sztywnego harmonogramu inwestycji infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków unijnych), 3) odbudowaniu zapasów przez przedsiębiorstwa. Jak wskazują ostatnie, słabe dane dotyczące eksportu, ta kategoria może w dalszym ciągu rozczarowywać. Wprawdzie mizerny wzrost w strefie to w głównej mierze zasługa odbudowującej się konsumpcji, to jednak słabnąca gospodarka Chin negatywnie będzie przekładała się na dynamikę eksportu Niemiec, Włoch czy Francji. Z punktu widzenia koniunktury gospodarczej optymistycznie prezentują się dane dotyczące podaży pieniądza, która w lipcu wzrosła o 8,6% w ujęciu rocznym oraz dynamiki wzrostu akcji kredytowej. W przypadku gospodarstw domowych jak również przedsiębiorstw

dynamika wzrostu utrzymała się na poziomie powyżej 7% r/r. Największym negatywnym zaskoczeniem ostatnich tygodni był silny spadek PMI dla przemysłu w sierpniu (51,1 pkt vs. 54,5 pkt w poprzednim miesiącu). Tak silnego spadku nie potwierdzają inne wskaźniki wyprzedzające publikowane przez NBP, BIEC. Naszym zdaniem, największe załamanie wskaźnika od 2009 roku to w dużej mierze efekt przerw w dostawach energii związanych z wysokimi temperaturami i nie jest trwałym zjawiskiem. W kolejnych miesiącach spodziewamy się wyższych odczytów wskaźnika. Takie otoczenie wewnętrzne powinno nadal wspierać wyniki małych i średnich spółek notowanych na GPW, przy czym naszym zdaniem momentum dynamik będzie nadal się poprawiało.

**Michał Marczak**

tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie Miesięcznym:**

**Budimex**

<b>rekomendacja</b>	<b>Akumuluj</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>Akumuluj</b>	<b>Kupuj</b>
data wydania	2015-01-26	2015-03-06	2015-08-05	2015-09-03
kurs z dnia rekomendacji	153,25	167,95	198,00	187,20
WIG w dniu rekomendacji	51680,12	53546,40	52941,88	50135,97

**Dom Development**

<b>rekomendacja</b>	<b>Kupuj</b>	<b>Akumuluj</b>	<b>Kupuj</b>
data wydania	2015-01-26	2015-05-06	2015-09-03
kurs z dnia rekomendacji	46,70	51,99	47,01
WIG w dniu rekomendacji	51680,12	56442,25	50135,97

**Famur**

<b>rekomendacja</b>	<b>Kupuj</b>	<b>Kupuj</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>Kupuj</b>
data wydania	2014-12-05	2015-01-26	2015-06-03	2015-09-03
kurs z dnia rekomendacji	3,16	3,28	2,96	1,69
WIG w dniu rekomendacji	53346,86	51680,12	55045,40	50135,97

**Lotos**

<b>rekomendacja</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>Akumuluj</b>	<b>Kupuj</b>
data wydania	2015-01-08	2015-04-28	2015-09-03
kurs z dnia rekomendacji	26,56	30,69	29,18
WIG w dniu rekomendacji	51350,42	57060,97	50135,97

**PGE**

<b>rekomendacja</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>Kupuj</b>
data wydania	2014-12-05	2015-07-30	2015-09-03
kurs z dnia rekomendacji	20,02	17,61	15,08
WIG w dniu rekomendacji	53346,86	52288,10	50135,97

**PZU**

<b>rekomendacja</b>	<b>Akumuluj</b>	<b>Kupuj</b>
data wydania	2015-07-22	2015-09-03
kurs z dnia rekomendacji	433,90	425,00
WIG w dniu rekomendacji	52839,41	50135,97

**TVN**

<b>rekomendacja</b>	<b>Akumuluj</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>Sprzedaj</b>	<b>Zawieszona</b>
data wydania	2015-01-26	2015-07-03	2015-07-07	2015-09-03
kurs z dnia rekomendacji	17,60	19,50	19,78	19,77
WIG w dniu rekomendacji	51680,12	53074,71	52590,36	50135,97

## 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 księgową

**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 księgową) - 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

## Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

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

**KUPIJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

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

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

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

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku 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.

Dom Maklerski mBanku 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, Indata Software, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PGE, Pekaio, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Groclin, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Kęty, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekaio, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, PZU, RBI, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokółów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, Indata Software, Polwax, Uniwheels. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

Niniejszy Przegląd miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez Dom Maklerski mBanku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmiennione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 9 Przeglądu miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji dokonanych w Przeglądzie miesięcznym znajduje się na stronie 10 niniejszego opracowania.

W związku z powyższym – w ocenie Domu Maklerskiego mBanku S.A. – Przegląd miesięczny nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

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

## Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Michał Marczak  
członek zarządu  
tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)  
strategia, surowce, metale

#### Departament analiz:

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mdm.pl](mailto:kamil.kliszcz@mdm.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

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

Jakub Szkopek  
tel. +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)  
przemysł

Paweł Szpigiel  
tel. +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.pl)  
media, IT, telekomunikacja

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

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

#### Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

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

#### Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak  
dyrektor biura aktywnej sprzedaży  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mdm.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mdm.pl)

Dom Maklerski mBanku S.A.  
Departament analiz  
ul. Senatorska 18  
00-075 Warszawa  
[www.mDomMaklerski.pl](http://www.mDomMaklerski.pl)

#### Maklerzy:

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

Michał Jakubowski  
tel. +48 22 697 47 44  
[michal.jakubowski@mdm.pl](mailto:michal.jakubowski@mdm.pl)

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

Szymon Kubka, CFA, PRM  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mdm.pl](mailto:szymon.kubka@mdm.pl)

Anna Łagowska  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mdm.pl](mailto:anna.lagowska@mdm.pl)

Jędrzej Łukomski  
tel. +48 22 697 48 46  
[jedrzej.lukomski@mdm.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mdm.pl)

Paweł Majewski  
tel. +48 22 697 49 68  
[pawel.majewski@mdm.pl](mailto:pawel.majewski@mdm.pl)

Adam Mizera  
tel. +48 22 697 48 76  
[adam.mizera@mdm.pl](mailto:adam.mizera@mdm.pl)

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

Michał Roźmiej  
tel. +48 22 697 49 85  
[michal.rozmiej@mdm.pl](mailto:michal.rozmiej@mdm.pl)