

poniedziałek, 2 października 2017 | opracowanie cykliczne

## Przegląd miesięczny: październik 2017

### Rynek akcji, makroekonomia

#### Rynek akcji

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji. Dobre momentum makro w światowej gospodarce, napływ nowego kapitału do funduszy akcyjnych ETF i rosnąca relatywna atrakcyjność wycen spółek z EM vs. rynki rozwinięte powinny pozwolić MSCI EM (wsparcie dla WIG20) na kontynuację trendu wzrostowego w 4Q.

#### Ze spółek

##### Finanse

Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do banków bez ekspozycji na kredyty CHF. Uważamy, że szczególnie interesująco w tej grupie wygląda Alior Bank, Pekao a w regionie Komerčni oraz OTP Bank. Z drugiej strony zalecamy redukcję walołów PKO BP oraz Millennium, których wyceny naszym zdaniem, nie uwzględniają żadnych konsekwencji ustaw CHF.

##### Chemia

Spółki chemiczne korzystają z umocnienia USD. Przy dobrym otoczeniu gospodarczym producenci podwyższają ceny produktów (w ostatnim czasie wzrost notowań nawozów saletrzanych, butadienu, sody). Naszym zdaniem najbardziej atrakcyjny wydaje się Ciech.

##### Paliwa

Mocne marże rafinerijne we wrześniu (efekt huraganu Harvey) są argumentem do kolejnej podwyżki tegorocznych prognoz dla rafinerii, ale nie zmieniają naszego średnioterminowego negatywnego nastawienia do sektora. Preferujemy akcje PGNiG (liberalizacja rynku, arbitraż z Gazpromem, potencjalne akwizycje).

##### Energetyka

Rosnące ceny energii w Niemczech (napędzane CO<sub>2</sub> i węglem) powinny stanowić wsparcie dla akcji CEZ. W Polsce widzimy ryzyko kompresji marż na wytwarzaniu (koszty uprawnień i węgla nie są przenoszone 1:1) i dlatego preferujemy akcje Energi.

##### Telekomunikacja, media, IT

Po spadku i słabych wynikach 2Q'17 podwyższamy rekomendację dla CMR. Spółka jest naszym zdaniem bardziej atrakcyjna niż ACP. Wśród mniejszych podmiotów IT naszymi faworytami są: ASEE, ATD i WAS. Podtrzymujemy pozytywne podejście do OPL i negatywne do CPS. Potencjał do wzrostu mają także AGO i WPL.

##### Przemysł, metale

Bardzo słaby sezon wyników polskich spółek przemysłowych w 2Q'17 przełożył się na pogłębienie spadków cen akcji. Szansę na wzrost wartości spostrzegamy w EGS, FMF, KER, PFL oraz STL. Unikaliśmy BRS, FTE oraz VTL. Umocnienie USD zwiększa ryzyko przedłużenia się korekty cen metali na październik.

##### Budownictwo

Po kolejnym miesiącu korekty, wycena spółek budowlanych spadła do P/E'17 ok. 11x oraz EV/EBITDA ok. 5,5x. Rekomendujemy kupno niezadłużonych spółek w ramach sektora, licząc na dobre wyniki 2H (UNI, ERB, ELB, BDZ).

##### Deweloperzy

Sezon wyników 1H'17 dowiódł, że nasze prognozy wyników sektora w '17-19 mogą być niedoszacowane, co dobrze rokuje wycenom, biorąc pod uwagę, że w większości spółek prognozujemy powyżej konsensusu.

##### Handel

Sprzyjające otoczenie makro powinno pozytywnie wpływać na sprzedaż spółek. Niższy r/r kurs USDPLN w momencie zakupu kolekcji jesień-zima'17, powinien pozytywnie oddziaływać na rentowność spółek odzież.-obuwniczych w IX-XII'17. Atrakcyjne perspektywy wzrostu oferują EUR, EAT oraz CCC.

##### Kluczowe rekomendacje

**Pozytywne:** CEZ, CIE, CMR, EAT, ECH, EGS, ENG, EUR, FMF, KER, KOMB.CP, LCC, PFL, PGN, PZU, ROB, STL, UNI

**Negatywne:** BRS, CPS, FTE, LTS, PKN, PKO, VTL



Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	64 290	-1,1%	+24%
ATX	3 316	+2,6%	+29%
BUX	37 291	-2,1%	+17%
PX	1 045	+2,2%	+19%

Indeksy sektorowe WIG	1M	YTD	
WIG20	2 453	-2,0%	+28%
mWIG40	4 988	+1,6%	+21%
sWIG80	15 123	-2,7%	+8%
Banki	7 451	-2,1%	+19%
Budownictwo	3 126	-4,2%	+9%
Chemia	16 815	+9,4%	+22%
Energia	3 362	-4,7%	+32%
Górnictwo	4 597	-6,6%	+31%
Informatyka	2 095	-0,7%	-3%
Media	4 888	-5,5%	+7%
Nieruchomości	2 163	+0,7%	+18%
Odzież	7 070	-1,2%	+37%
Paliwa	7 996	+2,4%	+41%
Spożywczy	3 905	-6,0%	-6%
Telekomunikacja	745	-3,4%	+2%

Top 5 / Worst 5	1M	YTD	
LC Corp	2,84	+40,6%	+50%
CD Projekt	116,25	+39,4%	+126%
Grupa Azoty	79,80	+15,8%	+29%
PBKM	63,00	+15,6%	+22%
Monnari	8,90	+14,1%	-11%
Polnord	8,61	-19,2%	+6%
Groclin	7,67	-20,8%	-49%
Work Service	6,25	-21,9%	-39%
PZ Cormay	2,10	-27,1%	+1%
Vistal	1,40	-76,3%	-83%

#### Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Agora	akumuluj ▼	18,80 PLN ►
CCC	akumuluj ►	308,00 PLN ▲
CD Projekt	sprzedaj ►	74,34 PLN ▲
CEZ	kupuj ▲	512,33 CZK ▲
Ciech	kupuj ►	79,54 PLN ▲
Comarch	akumuluj ▲	195,00 PLN ►
Echo Inv.	kupuj ►	6,42 PLN ▼
Enea	trzymaj ►	14,59 PLN ▼
Energia	akumuluj ▲	14,49 PLN ▲
Eurocash	kupuj ►	44,30 PLN ▼
Grupa Azoty	trzymaj ►	80,77 PLN ▲
KGHM	trzymaj ►	124,12 PLN ▼
Kruk	kupuj ▲	340,17 PLN ▲
Lotos	redukuj ▲	51,61 PLN ▲
LPP	trzymaj ►	8400 PLN ▼
MOL	trzymaj ►	3077,00 HUF ▲
OTP Bank	akumuluj ▲	10901 HUF ►
PBKM	akumuluj ▼	66,30 PLN ▲
PGE	trzymaj ►	13,61 PLN ▼
PGNiG	akumuluj ►	7,73 PLN ▲
PKN Orlen	sprzedaj ►	86,55 PLN ▲
Synthos	trzymaj ►	4,62 PLN ▲
Tauron	trzymaj ►	3,64 PLN ▼

## Rynek akcji

**Dobre momentum makro, ponowny powrót na wokandy reformy podatkowej w USA, umocnienie USD i zbliżający się sezon wyników kwartalnych wzniosły S&P500 na nowe historyczne szczyty, a także wspierały indeksy europejskich rynków rozwiniętych (z DAX-em na czele). Napięcia polityczne mają wpływ na lokalne korekty indeksów. Po silnych wzrostach i odwróceniu się trendu na USD, w korektę weszły indeksy rynków wschodzących, co odczuł również WIG20. Do wszystkich akcyjnych ETF (globalnych i regionalnych) napływa nowy kapitał (+43 mld USD m/m). Nie widzimy przesłanek, żeby pozytywny sentyment do akcji miał się teraz odwrócić. Oczekujemy, że w 4Q pod wpływem danych makro, wyników spółek, a przede wszystkim atrakcyjności wskaźników wycen w relacji do rynków rozwiniętych, MSCI EM powróci do trendu wzrostowego (utrzymana korelacja WIG20). W krótkim okresie efekt umocnienia USD może być przeważający (korekta jeszcze się nie zakończyła). Przy założeniu pozytywnego scenariusza makro na 2018, okres publikacji wyników za 3Q powinien być dobrą okazją do zakupu małych i średnich spółek, które w kolejnych kwartałach powinny łatwiej przenosić wyższe koszty na klientów.**

### Nadal dobre momentum w globalnym makro, pozytywny scenariusz dla akcji

Otoczenie makro dla rynku akcji pozostaje pozytywne, a możliwe wprowadzenie reformy podatkowej w USA (mimo niedawnych jeszcze wątpliwości związanych z odejściami ważnych doradców Trumpa) może jeszcze dodatkowo wzmocnić konsumpcję prywatną i stanowić „paliwo” dla utrzymywania się pozytywnego sentymentu. W drugiej połowie października w USA zaczyna się sezon raportowania wyników kwartalnych, które zwykle wspierały ceny akcji. Chińskie spółki przemysłowe w sierpniu osiągnęły 23% dynamikę wzrostu zysków – najwyższą od 2013 roku. Niemal codziennie pojawiają się informacje o kolejnych dużych transakcjach M&A – wspierających wyceny, a będących efektem taniego pieniądza i rekordowych poziomów wolnej gotówki w przedsiębiorstwach. Chociaż banki centralne są już o krok od rozpoczęcia zmniejszania bilansu, to jednak na razie efekt ten nie powinien „wykoleić” koniunktury.

Sierpniowe dane o inflacji w USA (CPI: 1,7% r/r, PPI: 2,4% r/r) były zbliżone do oczekiwań rynkowych, dlatego pewnym zaskoczeniem dla inwestorów był komunikat z posiedzenia FOMC, w którym nie zostały obniżone prognozy inflacji (czego oczekiwali inwestorzy). Podkreślono natomiast nietrwały charakter spadku inflacji w ostatnich miesiącach (narastające napięcie na rynku pracy). FED zgodnie z oczekiwaniami nie zmienił stóp procentowych, ale ogłosił, że od października zmniejszy skalę reinwestycji o 10 mld USD miesięcznie. Zmniejszanie bilansu banku będzie przebiegało zgodnie z określonym harmonogramem, w którym docelowo skala redukcji bilansu nie może przekroczyć 50 mld USD miesięcznie. Prawdopodobieństwo grudniowej podwyżki stóp procentowych wzrosło do 67%.

Bardziej jastrzębie nastawienie FED miało zasadniczy wpływ na odwrócenie się trendu na USD, który jak pokazał wrzesień nadal ma kluczowe znaczenie w krótkoterminowym postrzeganiu atrakcyjności aktywów z rynków wschodzących (spadek MSCI EM o 1% m/m vs. +1,5% m/m wzrost S&P500). Już kilka tygodni temu wskazywaliśmy na rekordowo dużą krótką pozycję na USD, posiedzenie FED było katalizatorem zmiany. Dalsze umacnianie się USD teoretycznie powinno oznaczać kontynuację korekty na EM. Naszym zdaniem, nie bez znaczenia jest tu jednak atrakcyjny poziom wycen akcji na rynkach wschodzących vs. akcje amerykańskie (P/E12M odpowiednio: 15,6x i 21,5x – istotnie większe dyskonto niż historyczne średnie). Po pierwszej negatywnej reakcji na aprecjacji USD uważamy, że pod wpływem danych makro i poprawy wyników spółek indeksy EM powrócą do trendu

wzrostowego. Relatywnie słabsze euro w stosunku do USD z jednej strony oznacza wzrost atrakcyjności akcji spółek europejskich (szczególnie spółek niemieckich przecenionych w ostatnim czasie vs. amerykańskie), a z drugiej daje większe pole manewru dla ECB. Najprawdopodobniej w październiku bank ogłosi plan zmniejszania swojego bilansu.

### Sytuacja polityczna nadal głównym powodem korekt na rynkach

Napięta sytuacja na Półwyspie Koreańskim jest główną przyczyną korekt na głównych indeksach rynku akcji, przy czym ma to charakter lokalny (od wypowiedzi do wypowiedzi polityków), a w okresie ciszy medialnej indeksy szybko wracają do poprzednich poziomów notowań. Wybory parlamentarne w Niemczech, choć zaskakują nieco wynikiem wyborczym (lepszy wynik skrajnej prawicy, która uzyskała 13% poparcie), nie są zdarzeniem wpływającym na szeroki obraz rynków. Wprawdzie rozmowy o utworzeniu koalicji rządzącej będą trudne (żeby rząd Merkel nadal miał większość parlamentarną w jej skład muszą wejść oprócz CDU/CSU jeszcze „zieloni” i parta liberalna FDP), to jednak ciągłość linii rządzącej zostanie zachowana. Pod wpływem FDP nowy/stary rząd niemiecki będzie mniej skoncentrowany na pogłębieniu integracji europejskiej (wspólne instytucje: budżet, minister finansów) i mniej skłonny do stymulacji fiskalnej i ratowania ewentualnych bankrutów unijnych (Grecja). Lokalnym punktem zapalnym jest również referendum w Katalonii, gdzie rząd hiszpański siłowo próbuje zablokować głosowanie.

### Marazm na GPW, w tle: brak świeżego kapitału i duża podaż IPO/SPO/ABB, niepewna przyszłość OFE, presja na marże mimo dobrego makro

WIG20 jest nadal silnie skorelowany z indeksem MSCI EM. Warto zwrócić tu uwagę, że obecna korekta na indeksie nie jest potwierdzona przepływami w funduszach ETF. Jak podaje Bloomberg w ostatnim tygodniu do funduszy akcyjnych dedykowanych na EM napłynęło łącznie 0,4 mld USD, a w ciągu minionego miesiąca 5,1 mld USD. Wpisuje się to w ogólny trend dla całego spektrum equity (odpowiednio 4,0 i 43,4 mld USD). Naszym zdaniem, przy dobrym makro i „tanym pieniądzu” kapitał nadal będzie płynął do funduszy akcyjnych, w tym na EM. Zatem po lokalnej korekcie WIG20 powinien powrócić do trendu wzrostowego (mniejszy wpływ aprecjacji USD, większy wycen i makro). Przy relatywnie niskich obrotach na GPW uwaga inwestorów (również zagranicznych funduszy aktywnie zarządzanych) koncentruje się na spółkach z mWIG, który nadrabia performance w stosunku do WIG20 (silnie rosnącego w sierpniu). Brak nowego, lokalnego kapitału negatywnie odbija się na zachowaniu małych spółek (w okresie sierpień-wrzesień spadek o 3,6% w stosunku do +2,2% WIG20 i +0,6% mWIG). Jak podał portal Analizy Online w sierpniu z funduszy polskich akcji odpłynęło netto łącznie 187 mln PLN, z czego z funduszy MiŚ 79 mln PLN. Sentymentu nie poprawia również niepewna sytuacja dotycząca przyszłości OFE. Jeszcze kilka tygodni temu Premier Morawiecki informował o realizacji reformy systemu zakładającej zamianę OFE w TFI. Ostatnie doniesienia zaprzeczają temu (obecne *status quo* zostanie utrzymane w 2018, obawa o demontaż systemu w 2019). Wreszcie, oprócz braku lokalnego kapitału problemem małych spółek są często niestabilne wyniki finansowe. Szczególnie spółki przemysłowe odczuwają presję na wzrost kosztów osobowych i cen surowców, jednocześnie nie mogąc w krótkim czasie przenieść ich na klientów. Naszym zdaniem, efekt ten będzie stopniowo malał (przy dobrej koniunkturze, z opóźnieniem, ale spółki będą podnosiły ceny) jednak wyniki 3. kwartału nadal mogą rozczarowywać w tym segmencie rynku. Z drugiej strony nawet przy słabszych wynikach wyceny niektórych spółek przemysłowych wydają się atrakcyjne (nasze top-picks: Ergis, Pfleiderer).

**Michał Marczak**

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

## Sektory

### Finanse

- Oczekujemy, że sentyment do banków z ekspozycją na kredyty CHF powinien się pogorszyć wraz z coraz bliższym terminem wprowadzenia ustaw CHF – Wsparcia Kredytobiorców Hipotecyjnych oraz Spredowej. Uważamy, że kalendarz wyborczy będzie wspierał inicjatywę ustawodawczą Prezydenta z nadciągającymi wyborami samorządowymi a następnie parlamentarnymi oraz prezydenckimi. Dodatkowo właśnie ze względu na kalendarz wyborczy oraz malejący z czasem wpływ ustawy wsparcia kredytobiorców na RZiS banków uważamy, że ustawa będzie obowiązywała aż do całkowitego przewalutowania ekspozycji CHF. W październiku oczekujemy kontynuacji prac komisji finansów nad ustawami oraz dalszego szumu medialnego wokół nich. Z banków z ekspozycją na CHF rekomendujemy akumulowanie walorów jedynie w przypadku BZ WBK, którego wysokie ROE minimalizuje jej wpływ. W pozostałych bankach oczekujemy, że ROE spadnie poniżej kapitału na co najmniej kolejne 3-4 lata.
- Z banków bez ekspozycji na kredyty CHF w Polsce rekomendujemy Alior Bank, Pekao, Komercni Banka oraz Bank Handlowy. Jednocześnie uważamy, że ostatnia przecena na walorach OTP Banku po wygaśnięciu lock-up'u w Groupama (posiadają 5% udziału) stwarza okazję inwestycyjną.
- **Kluczowe rekomendacje:** Alior Bank (kupuj), PZU (akumuluj), PKO BP (redukuje), Komercni Banka (akumuluj)

### Chemia

- Po wyraźnej wakacyjnej przecenie europejskich spółek chemicznych umocnienie USD do EUR ponownie pozwala bardziej optymistycznie spojrzeć na wycenę sektora. Spółki chemiczne przy dobrym otoczeniu gospodarczym (poprawiające się obłożenie mocy produkcyjnych oraz wysokie wskaźniki PMI) mają możliwość podwyższania cen wyrobów (w ostatnim czasie wzrost notowań nawozów saletranych, butadienu, sody).
- Dobre otoczenie w chemii skłania nas do podwyższenia prognoz wyników i cen docelowych we wszystkich spółkach z sektora.
- Obecnie naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniany jest Ciech (wzrosty cen spotowych sody w Chinach przed okresem negocjacji cen na 2018 rok, możliwy wzrost eksportu sody do Chin po wyłączeniu szkodliwych dla środowiska instalacji, wysokie 94% obłożenie mocy produkcyjnych sody w Europie w 2017 roku). Neutralnie podchodzimy do wyceny Grupy Azoty oraz Synthos, ale warto zauważyć, że w obu przypadkach otoczenie pozytywnie wpływa na sentyment. W Grupie Azoty oczekujemy poprawy r/r wyników w dwóch najbliższych kwartałach, dodatkowo pozytywnie na sentyment wpływają obserwowane wzrosty cen nawozów saletranych w Europie. Synthos z kolei jest beneficjentem ograniczenia dostaw kauczuków naturalnych do Chin przez Indonezję, Malezję i Tajlandię oraz odbicia notowań butadienu w Azji.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj)

### Paliwa

- Sentyment na rynku ropy znacząco się poprawił, co widać również na wzroście liczby spekulacyjnych pozycji netto na Nymex. Powodem większego optymizmu jest coraz bardziej zarysowujący się punkt przegięcia na liczbie aktywnych wiertni w USA, co przekładać się powinno na obniżanie prognoz wydobywania w 2018. Zapasy wróciły do trendu spadkowego, a dodatkowo rynek „wystraszył” się potencjalnego wstrzymania eksportu ropy z Kurdystanu.
- Marże rafinerijne już się normalizują po huraganie Harvey, ale jego pozytywny wpływ na wyniki rafinerii w 3Q będzie dość istotny (podnosimy tegoroczny strumień EBITDA LIFO w LTS, PKN i MOL średnio o 6%). W średnim terminie utrzymujemy nasze konserwatywne założenia dotyczące rentowności w segmencie przerobu ropy i w petrochemii.
- Ostatnie osłabienie kursu PGNiG to naszym zdaniem okazała do kupna biorąc pod uwagę perspektywę liberalizacji rynku gazu, wyniku arbitrażu z Gazpromem i potencjalnych akwizycji na szelfie norweskim.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (redukuje), PGNiG (akumuluj), PKN Orlen (sprzedaj)

### Energetyka

- Ceny energii w Niemczech zbliżają się już do 36 EUR/MWh, czemu sprzyjają wzrosty cen węgla w portach ARA (+16% od początku lipca) oraz poprawa sentymentu na rynku CO<sub>2</sub> (powyżej 7 EUR/t). W przypadku uprawnień do emisji rynek z optymizmem czeka na ostateczne rozstrzygnięcia w kwestii reformy systemu ETS (kolejną rundę trójstronnych negocjacji w tej sprawie zaplanowano na 12 października, a kwestia przyspieszenia procesu przenoszenia nadwyżki uprawnień do rezerwy została już uzgodniona na spotkaniu wrześniowym).
- W Polsce kontrakt roczny w tym otoczeniu zewnętrznym wzrósł tylko nieznacznie powyżej 167 PLN/MWh, tak więc nie tylko w pełni nie odzwierciedla rosnących kosztów CO<sub>2</sub>, ale nie reaguje także na coraz konkretniejsze zapowiedzi podwyżek cen węgla na lokalnym rynku. Tymczasem powoli wkraczamy w okres wzmoczonej kontraktacji na przyszły rok i dlatego obniżyliśmy nasze prognozy średniej ceny w podstawie ze 166 PLN/MWh do niecałych 163 PLN/MWh, co przekłada się na prognozy w segmencie wytwarzania.
- Wszystko wskazuje na to, że rozstrzygnięcia w zakresie rynku mocy (konieczne dalsze konsultacje z KE) i projekt wsparcia kogeneracji (prezentacja systemu zniknęła ze stron ministerstwa) nie pojawią się wcześniej jesienią i tych pozytywnych katalizatorów należy oczekiwać raczej pod koniec roku.
- W ramach polskiego sektora energetycznego wyróżniamy Enerę (podnosimy rekomendację do akumuluj) z uwagi na brak ekspozycji na spadający clean dark spread i perspektywę poprawy rentowności w obrocie w 2018. Nadal utrzymujemy też pozytywną rekomendację dla CEZ w kontekście rosnących cen energii na rynku niemieckim.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (kupuj), Energa (akumuluj)

## Telekomunikacja, media, IT

- Główne ryzyko na 3Q'17 to wprowadzenie regulacji Roam Like At Home (RLAH). Od 15.06.2017 stawki detaliczne w roamingu zostaną zrównane z krajowymi, a klienci mogą w ramach przyznanego pakietu korzystać z usług telekomunikacyjnych za granicą w ramach UE.
- Na rynku widać wprowadzenie agresywnej kampanii akwizycyjnej klientów przez T-Mobile. Cyfrowy Polsat pozostaje bierny w zakresie zdobywania nowych klientów. Orange Polska zmieniło podejście do akwizycji klienta – chce wiązać klientów ofertą konwergentną fixed + mobile *Orange Love* w miejsce kosztowych subsydiów.
- Orange Polska ogłosiło aktualizację planu długoterminowego do 2020 r. Do tego czasu spółka ma ambicję osiągnięcia pokrycia sieci światłowodową 5 mln gospodarstw domowych wobec 2 mln w 1H'17. Taki rozwój operatora i powodzenie oferty konwergentnej powinni brać pod uwagę pozostali uczestnicy rynku telekomunikacyjnego. Spodziewamy się połączenia graczy mobilnych i stacjonarnych lub partnerstw strategicznych o takim charakterze.
- W międzyczasie Play podpisał umowę o świadczenie usług mobilnych z UPC Polska (Play będzie pełnił rolę operatora infrastrukturalnego dla UPC Polska).
- W sektorze mediowym głośnym wydarzeniem była dezinvestycja kanału MetroTV przez Agorę. Na podobny ruch liczymy w przypadku Wirtualnej Polski.
- Rząd planuje kolejne ograniczenia reklamy, tym razem resort zdrowia proponuje, aby reklama piwa mogła być wyświetlana dopiero po 23:00, nie jak obecnie po 20:00.
- Kontrakcja IT od samorządów i szpitali ruszyła na trwałe. Pojawiają się pierwsze duże przetargi publicznej. Największe z nich to: przetarg na dostawę i wdrożenie systemu cyfrowej rejestracji przebiegu rozpraw sądowych w sądach powszechnych oraz przetarg na utrzymanie Kompleksowego Systemu Informatycznego w ZUS. W obu postępowaniach faworytem jest Comarch.
- Podkreślamy nasze pozytywne nastawienie do Atende, Wasko i Asseco South Eastern Europe.
- **Kluczowe rekomendacje:** Cyfrowy Polsat (redukuje), Comarch (akumuluj), Orange Polska (kupuj)

## Przemysł, metale

- Bardzo słaby sezon wyników polskich spółek przemysłowych w 2Q'17 przełożył się na pogłębienie spadków cen akcji. Jak dotychczas żadna ze znajdujących się w naszym opracowaniu spółek nie zaskoczyła pozytywnie na wynikach, a 36% firm zaraportowało wyniki gorsze od oczekiwań. Słabe rezultaty powodują, że ceny akcji polskich spółek przemysłowych zachowują się wyraźnie słabiej od indeksów MSCI Industrials dla Europy i Świata.
- Naszym zdaniem mała poprawa wyników w 2Q'17 (dotychczas jedynie 27% spółek poprawiło r/r rezultaty), to efekt rosnących kosztów pracy i surowców oraz negatywnego wpływu umacniającej się PLN do walut obcych. Zauważamy również, że rynek zaczyna się oswajać z dynamicznym wzrostem kosztów pracy także w 2018 roku.
- W bieżącym sezonie wyników ryzyko przeceny widzimy jeszcze w przypadku Mangata (ryzyko rewizji ambitnej prognozy Zarządu przez słabsze od oczekiwań wyniki Kuźni Polskiej, która posiada duży udział eksportu oraz eskpozycje na mało elastycznych cenowo producentów Automotive).

- Naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniane są: Ergis (spółka notowana z około 24-34% dyskontem do innych polskich spółek przemysłowych), Famur (wzrost cen węgla i surowców pozytywnie przekładać się będzie na inwestycje w sektorze wydobywczym), Kernel (wzrost arealu powinien przełożyć się na pozytywną dynamikę wyników w kolejnym sezonie), Pfliederer Group (wzrost portfela zamówień oraz podwyżki cen produktów pozwalają z optymizmem patrzeć na 2H'17; program motywacyjny Zarządu wspierać będzie notowania firmy w nadchodzących latach) oraz Stelmet (spadek wyników powinien wyhamować w 3Q'17; mocne umocnienie GBP do PLN w ostatnim miesiącu; sztormowa pogoda w Wielkiej Brytanii na jesieni 2017 roku).
- Najmniej atrakcyjne według nas są obecnie notowane Boryszew (spółka z 5-19% premią na wskaźniku EV/EBITDA do spółek porównywalnych), Forte (cena akcji z 7-65% premią do grupy porównawczej; na koniec roku zadłużenie netto do EBITDA wzrosło do poziomu 3x) oraz Vistal (ryzyko znaczącego zmniejszenia skali prowadzonej działalności w kolejnych latach po odcięciu finansowania przez banki, ryzyko utraty płynności).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Boryszew (niedoważaj), Ergis (przeważaj), Famur (kupuj), Forte (niedoważaj), Kernel (akumuluj), Pfliederer Group (przeważaj), Stelmet (kupuj), Vistal (niedoważaj)

## Budownictwo

- We wrześniu korekta na spółkach budowlanych była kontynuowana, a spadek indeksu WIG-Budownictwo wyniósł ok. 6% m/m. Monitorowane przez nas spółki są wycenione na P/E'17: 11,1x oraz EV/EBITDA'17: 5,7x.
- W bieżącym przeglądzie miesięcznym nie dokonujemy zmiany w prognozach spółek z sektora. Liczymy na poprawę wyników spółek w drugiej połowie roku, pomimo obserwowanej presji płacowej i kosztowej.
- Uważamy, że spółki wyspecjalizowane w budownictwie kubaturowym stanowią relatywnie najbezpieczniejszą ekspozycję w ramach sektora (Unibep, Erbud). Wśród spółek budownictwa kolejowego preferujemy Torpol, a wśród spółek budownictwa elektroenergetycznego Elektrobudowę.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Budimex, (kupuj), Unibep (kupuj), Erbud (kupuj), Torpol (przeważaj)

## Deweloperzy

- Branża nieruchomościowa zaprezentowała wyższe od oczekiwań wyniki za 2Q'17 (poprawa marż). Rokowania na drugą połowę roku są bardzo dobre. Uważamy, że większość spółek z sektora jest w stanie przebić rynkowy konsensus w tym roku i jest na dobrej drodze, by przekroczyć konsensus również w 2018 r.
- Na początku października spodziewamy się publikacji dobrych danych o sprzedaży mieszkań w 3Q, które będą stanowić wsparcie naszych rekomendacji.
- W bieżącym przeglądzie miesięcznym podnosimy prognozy ZN Echo o średnio 28% w horyzoncie '17-19, podtrzymując rekomendację kupuj.
- Zwracamy uwagę na Capital Park, w przypadku którego zaczyna materializować się nasz scenariusz inwestycyjny, nakreślony w styczniowym raporcie.
- W segmencie mieszkaniowym obecnie najtańszymi spółkami są według nas LC Corp, Lokum, Archicom i Robyg.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Atal, (akumuluj), Dom Development (kupuj), Robyg, (kupuj), Echo Investment (kupuj), LC Corp (kupuj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj)

## Handel

- Deprecjacja USDPLN r/r w okresie VI-VII powinna pozytywnie wpłynąć na koszty zakupu kolekcji jesień-zima'17 w spółkach odzieżowych i obuwniczych. Największymi beneficjentami powinny być: LPP oraz Monnari (około 85% COGS rozliczane w USD), CCC (około 50% COGS) oraz Vistula i Bytom (około 30% COGS). Pozytywny wpływ na rentowność sprzedaży powinien być widoczny w okresie IX-XII'17.
- Osłabienie EURPLN r/r w 2Q'17 wpływa pozytywnie na raportowane przez spółki wskaźniki SG&A/mkw. (spadek kosztów czynszów).
- Poprawa sytuacji konsumenta (wzrost wynagrodzeń w gospodarce, Program 500+) pozytywnie wpływają na efektywność sprzedaży spółek z sektora handlowego. Coraz wyższa dynamika cen żywności w segmencie detalicznym i hurtowym wspiera sprzedaż porównywalną raportowaną przez Jeronimo Martins oraz Eurocash.
- Istotny wzrost sprzedaży porównywalnej w 3Q'17 w CCC oraz LPP połączone z szacowanym utrzymaniem marży brutto na sprzedaży r/r, powinno pozytywnie wpłynąć na rezultaty spółek w 3Q'17. W 4Q'17 oczekujemy utrzymania pozytywnych trendów w sprzedaży porównywalnej oraz poprawy rentowności sprzedaży r/r (zakup kolekcji po niższym r/r kursie USDPLN).
- Spółka zaraportowała dobre wyniki 2Q'17, gdzie odnotowano: i) poprawę EBITDA na podstawowych rynkach; ii) zmniejszenie skali strat na rynku niemieckim oraz iii) istotną poprawę rentowności EBITDA na rynku chińskim. Zgodnie z komentarzem Zarządu, celem spółki jest wypracowanie wyniku EBITDA'17 na rynku niemieckim w okolicach zera, co oznacza istotną poprawę EBITDA dywizji w 2H'17. Biorąc pod uwagę atrakcyjny profil wzrostu rezultatów spółki, uważamy naszą rekomendację za aktualną.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AmRest (kupuj), Eurocash (kupuj), CCC (akumuluj)

## Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA		
							2017	2018	2017	2018	
<b>Finanse</b>							<b>+6,1%</b>	<b>14,5</b>	<b>12,3</b>		
Alior Bank	kupuj	2017-03-16	71,97	90,00	68,49	+31,4%	21,8	10,3			
BZ WBK	akumuluj	2017-09-01	369,60	400,10	349,30	+14,5%	14,9	12,8			
Getin Noble Bank	trzymaj	2017-09-01	1,28	1,27	1,45	-12,4%	-	20,0			
Handlowy	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	69,10	+23,0%	16,3	12,8			
ING BSK	redukuj	2017-04-05	171,00	152,39	204,50	-25,5%	18,2	16,1			
Millennium	sprzedaj	2017-05-08	7,06	5,81	7,01	-17,1%	13,4	11,8			
Pekao	akumuluj	2017-07-18	131,25	145,42	128,00	+13,6%	14,4	13,7			
PKO BP	redukuj	2017-03-01	33,28	31,20	35,33	-11,7%	15,0	13,3			
Komercni Banka	akumuluj	2017-09-01	966,50	1 111 CZK	960,00	+15,7%	12,7	12,3			
Erste Bank	trzymaj	2017-09-01	35,50	35,98 EUR	36,55	-1,5%	12,7	11,3			
OTP Bank	akumuluj	2017-10-02	9 895	10 901 HUF	9 895	+10,2%	10,6	10,8			
PZU	akumuluj	2017-09-01	48,50	51,83	46,00	+12,7%	14,7	12,2			
Kruk	kupuj	2017-10-02	293,45	340,17	293,45	+15,9%	17,1	14,9			
Prime Car Management	kupuj	2017-01-27	34,91	46,43	29,90	+55,3%	8,7	7,8			
Skarbiec Holding	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	30,10	+53,8%	7,6	6,6			
<b>Chemia</b>							<b>+3,0%</b>	<b>11,6</b>	<b>14,5</b>	<b>6,9</b>	<b>7,2</b>
Ciech	kupuj	2017-10-02	65,16	79,54	65,16	+22,1%	9,7	12,5	5,9	6,6	
Grupa Azoty	trzymaj	2017-10-02	79,80	80,77	79,80	+1,2%	16,7	18,3	7,9	7,8	
Polwax	kupuj	2017-09-01	13,54	20,53	12,07	+70,1%	6,1	5,8	4,6	6,1	
Synthos	trzymaj	2017-10-02	5,14	4,62	5,14	-10,1%	13,6	16,5	10,7	10,4	
<b>Paliwa</b>							<b>-3,9%</b>	<b>9,3</b>	<b>12,6</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>
Lotos	redukuj	2017-10-02	59,75	51,61	59,75	-13,6%	9,7	13,8	5,8	6,5	
MOL	trzymaj	2017-10-02	3 000	3 077 HUF	3 000	+2,6%	8,5	11,4	4,9	5,4	
PGNiG	akumuluj	2017-10-02	6,79	7,73	6,79	+13,8%	11,2	10,0	5,1	4,5	
PKN Orlen	sprzedaj	2017-10-02	121,70	86,55	121,70	-28,9%	8,9	18,1	5,6	8,8	
<b>Energetyka</b>							<b>+9,1%</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>
CEZ	kupuj	2017-10-02	441,30	512,33 CZK	441,30	+16,1%	12,9	14,7	7,1	7,0	
Enea	trzymaj	2017-10-02	14,80	14,59	14,80	-1,4%	6,3	5,9	5,1	4,4	
Energa	akumuluj	2017-10-02	11,65	14,49	13,40	+8,1%	7,7	7,2	5,0	4,7	
PGE	trzymaj	2017-10-02	13,30	13,61	13,30	+2,3%	6,0	6,6	4,5	4,4	
Tauron	trzymaj	2017-10-02	3,75	3,64	3,75	-2,9%	4,3	4,9	4,4	4,9	
<b>Telekomunikacja, media, IT</b>							<b>+0,2%</b>	<b>24,4</b>	<b>18,4</b>	<b>7,6</b>	<b>7,2</b>
Netia	trzymaj	2017-09-01	3,90	4,00	3,82	+4,7%	-	-	4,2	4,9	
Orange Polska	kupuj	2017-06-30	5,15	7,10	5,29	+34,2%	90,4	41,4	4,5	4,6	
Agora	akumuluj	2017-10-02	17,10	18,80	17,10	+9,9%	537,2	51,2	7,0	6,7	
Cyfrowy Polsat	redukuj	2017-08-29	27,80	24,40	25,95	-6,0%	15,7	13,4	7,6	7,3	
Wirtualna Polska	akumuluj	2017-09-01	47,89	53,00	45,00	+17,8%	24,4	18,4	11,3	9,2	
Asseco Poland	trzymaj	2017-08-30	44,54	44,00	46,29	-4,9%	15,5	15,4			
CD Projekt	sprzedaj	2017-10-02	116,25	74,34	116,25	-36,1%	56,6	117,1	44,8	91,4	
Comarch	akumuluj	2017-10-02	178,50	195,00	178,50	+9,2%	15,7	15,2	8,0	7,2	
<b>Przemysł, metale</b>							<b>+10,1%</b>	<b>15,2</b>	<b>13,2</b>	<b>9,8</b>	<b>7,4</b>
Famur	kupuj	2017-09-01	5,81	6,84	6,08	+12,5%	28,1	18,8	11,3	7,4	
Kernel	akumuluj	2017-09-01	60,70	71,74	55,64	+28,9%	5,3	5,3	4,5	4,1	
Kęty	trzymaj	2017-09-01	402,10	414,09	402,55	+2,9%	15,2	13,2	9,8	8,7	
KGHM	trzymaj	2017-10-02	117,40	124,12	117,40	+5,7%	13,4	8,6	5,5	5,3	
Stelmet	kupuj	2017-09-01	22,20	28,94	21,50	+34,6%	24,6	13,3	13,3	8,2	
<b>Budownictwo</b>							<b>+22,8%</b>	<b>10,3</b>	<b>10,6</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>
Budimex	kupuj	2017-07-24	229,50	267,00	219,00	+21,9%	12,3	12,7	5,3	5,9	
Elektrobudowa	kupuj	2017-09-01	109,50	134,00	102,75	+30,4%	9,9	10,4	5,4	5,6	
Erbud	kupuj	2017-09-01	26,00	31,30	27,01	+15,9%	10,7	10,7	4,6	5,0	
Unibep	kupuj	2017-09-01	12,20	15,40	11,90	+29,4%	9,7	8,8	6,7	5,8	
<b>Deweloperzy</b>							<b>+15,9%</b>	<b>9,5</b>	<b>7,7</b>	<b>10,5</b>	<b>9,0</b>
Atal	akumuluj	2017-09-01	40,40	45,00	43,40	+3,7%	9,2	8,8	8,0	8,0	
Capital Park	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	5,49	+47,4%	39,2	7,2	115,7	13,4	
Dom Development	kupuj	2017-09-01	82,25	101,10	84,79	+19,2%	10,9	9,0	8,7	7,2	
Echo	kupuj	2017-10-02	5,19	6,42	5,19	+23,7%	9,5	7,7	11,6	9,9	
GTC	trzymaj	2017-08-02	9,62	9,59	9,43	+1,7%	8,2	12,0	10,5	14,8	
LC Corp	kupuj	2017-09-26	2,69	3,54	2,84	+24,6%	10,6	6,7	14,2	9,0	
Robyg	kupuj	2017-09-01	3,40	4,25	3,34	+27,2%	9,5	6,7	7,0	5,8	
<b>Handel</b>							<b>+6,2%</b>	<b>39,1</b>	<b>22,2</b>	<b>16,1</b>	<b>10,3</b>
AmRest	kupuj	2017-09-01	357,00	422,00	363,00	+16,3%	41,2	25,9	13,9	10,3	
CCC	akumuluj	2017-10-02	276,00	308,00	276,00	+11,6%	34,0	22,2	20,3	14,6	
Eurocash	kupuj	2017-10-02	38,62	44,30	38,62	+14,7%	45,1	18,1	16,1	9,5	
Jeronimo Martins	trzymaj	2017-09-01	16,76	17,10 EUR	16,69	+2,5%	25,6	23,1	11,3	10,3	
LPP	trzymaj	2017-10-02	8 172	8 400	8 172	+2,8%	39,1	22,2	19,1	12,9	
TXM	kupuj	2017-09-01	2,97	6,10	2,77	+120,2%	-	8,6	-	4,7	
<b>Inne</b>							<b>+5,2%</b>	<b>12,0</b>	<b>10,5</b>	<b>7,5</b>	<b>6,8</b>
PBKM	akumuluj	2017-10-02	63,00	66,30	63,00	+5,2%	12,0	10,5	7,5	6,8	

**Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku**

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2017	2018	2017	2018
<b>Spółki przemysłowe</b>						<b>12,5</b>	<b>11,3</b>	<b>8,3</b>	<b>7,3</b>
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	50,50	+7,5%	13,6	11,3	9,8	8,3
Amica	równoważ	2016-06-16	186,00	153,05	-17,7%	7,4	9,5	6,3	6,1
Aparator	równoważ	2017-07-31	31,29	31,00	-0,9%	13,9	12,2	8,8	8,0
Boryszew	niedoważaj	2017-01-27	11,20	10,00	-10,7%	12,4	11,9	8,3	7,9
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	2,45	-3,9%	9,9	8,0	8,4	6,8
Ergis	przeważaj	2016-09-28	5,75	5,71	-0,7%	8,5	8,2	5,6	5,3
Forte	niedoważaj	2017-08-31	74,02	72,75	-1,7%	19,3	15,7	14,3	12,1
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	72,75	+14,6%	27,9	21,8	14,2	11,8
Mangata	równoważ	2016-10-26	112,55	96,30	-14,4%	12,5	11,1	7,2	6,6
Pfleiderer Group	przeważaj	2016-02-03	23,00	44,00	+91,3%	16,5	13,2	5,6	5,1
Tarczyński	równoważ	2017-05-31	11,20	9,78	-12,7%	11,7	10,8	5,8	5,5
Vístal	niedoważaj	2017-09-11	5,10	1,40	-72,5%	-	-	-	22,4
<b>Budownictwo</b>						<b>15,0</b>	<b>11,9</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>
Elektrotim	równoważ	2017-09-14	11,98	10,15	-15,3%	10,7	13,2	6,3	7,4
Herkules	przeważaj	2017-06-02	4,17	3,75	-10,1%	11,0	9,4	6,0	5,5
Torpol	przeważaj	2017-09-14	12,05	11,75	-2,5%	867,9	11,4	12,7	5,5
Trakcja	równoważ	2017-09-14	12,80	11,75	-8,2%	15,0	11,0	7,3	6,3
Ulma	równoważ	2016-12-12	63,50	74,00	+16,5%	18,3	12,4	4,2	3,5
ZUE	niedoważaj	2017-09-14	9,20	8,99	-2,3%	-	24,0	-	10,4
<b>Deweloperzy</b>						<b>8,6</b>	<b>7,9</b>	<b>11,4</b>	<b>8,3</b>
Archicom	przeważaj	2017-01-10	15,24	14,70	-3,5%	8,3	6,3	7,5	6,1
BBI Development	równoważ	2017-06-02	0,73	0,79	+8,2%	-	9,1	74,1	7,3
JWC	równoważ	2016-11-09	4,50	4,66	+3,6%	6,7	5,6	6,9	5,6
Lokum Deweloper	przeważaj	2017-09-14	16,30	16,40	+0,6%	7,2	5,2	6,6	4,8
PA Nova	równoważ	2016-09-12	25,89	24,70	-4,6%	8,6	9,6	11,3	12,1
Polnord	niedoważaj	2017-05-16	10,00	8,61	-13,9%	12,9	12,0	43,6	24,3
Ronson	niedoważaj	2017-03-06	1,80	1,64	-8,9%	17,6	17,2	19,2	18,0
Vantage Development	równoważ	2017-01-10	3,30	3,69	+11,8%	8,7	6,7	11,5	9,3
<b>Handel</b>						<b>14,9</b>	<b>12,1</b>	<b>8,8</b>	<b>7,2</b>
Bytom	równoważ	2017-09-13	2,67	2,80	+4,9%	17,5	13,7	11,6	9,4
Gino Rossi	przeważaj	2017-08-25	1,78	1,50	-15,7%	9,0	5,9	5,7	4,5
Monnari	przeważaj	2017-09-13	8,93	8,90	-0,3%	14,6	10,4	7,7	5,5
Vistula	przeważaj	2017-08-25	3,26	3,60	+10,4%	15,2	13,8	9,9	8,9

**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:

**KUPIJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
 Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 2 października 2017 o godzinie 08:55.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 2 października 2017 o godzinie 08:55.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, BOŚ, Capital Park, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, MLP Group, Neuca, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, TXM, Vistal, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, MLP Group, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekaó, PKM Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Atal, Bakalland, Best, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Immobile, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekaó, Pemug, Pfeiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyga, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, Zastal S.A., ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Stelmet, TXM S.A.

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

mBank S.A. posiada umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

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

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

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.



## Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

<b>Agora</b>	Axel Springer, Carmike Cinemas, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, Gruppo Editoriale L'Espresso, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Regal Entertainment Group, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media, Telegraaf Media Groep
<b>AmRest</b>	Alsea, Autogrill, Chipotle Mexican, Collins Foods, Jack In The Box, McDonalds, Mitchells & Butlers, Panera Bread, Starbucks, Texas Roadhouse, Wendy's, Yum! Brands
<b>Asseco Poland</b>	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
<b>Atal, Dom Development, Robyg</b>	Archicom, Atal, Dom Development, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, Polnord, Robyg, Ronson, Vantage Development
<b>Budimex, Erbud, Unibep</b>	Budimex, Elektrobudowa, Elektrotim, Erbud, Herkules, Torpol, Trakcja, Ulma, Unibep, ZUE, Strabag, Porr, Hochtief, Bouygues, Salini, Astaldi, Mota Engil, Skanska, PEAB, NCC
<b>Capital Park, Echo Investment, GTC</b>	BBI Development, Capital Park, Echo Investment, GTC, P.A. Nova, PHN, Alstria Office, Atrium European RE, CA Immobilien, Deutsche Euroshop, DIC Asset, Immofinanz, Klepierre, Unibail-Rodamco, S Immo
<b>CCC</b>	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Voox Net-a-Porter, Zalando,
<b>CD Projekt</b>	Activision, Blizzard, CAPCOM, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Electronic Arts
<b>CEZ, Enea, Energa, PGE, Tauron</b>	CEZ, EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
<b>Ciech</b>	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, Dow Chemical, Huntsman, Soda Samayii, Solvay, Synthos, Tata Chemicals, Tessenderlo Chemie, Tronox, Wacker Chemie
<b>Comarch</b>	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
<b>Cyfrowy Polsat</b>	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Swisscom, Talktalk Telecom, TDC, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpelcom, Vodafone Group
<b>Elektrobudowa</b>	Budimex, Elektrobudowa, Elektrotim, Erbud, Herkules, Torpol, Trakcja, Ulma, Unibep, ZUE, Strabag, Porr, Hochtief, Bouygues, Salini, Astaldi, Mota Engil, Skanska, PEAB, NCC, Siemens, Alstom, ABB, Schneider Electric
<b>Eurocash</b>	Carrefour, Dixy Group, Emperia, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
<b>Famur</b>	Atlas Copco, Caterpillar, Duro Felguera, Komatsu, Sandvik, Shanghai Chuangli, Tian Di
<b>Grupa Azoty</b>	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
<b>Jeronimo Martins</b>	Carrefour, Emperia, Eurocash, Magnit, Tesco, X5
<b>Kernel</b>	Astarta, Avangardm IMC, MHP, Milkiland, Ovostar
<b>Kęty</b>	Alcoa, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Impexmetal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
<b>KGHM</b>	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-Mcmoran, Grupo Mexico, Hubbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
<b>Lotos, MOL</b>	Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Galp, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras, Unipetrol
<b>LPP</b>	CCC, Gerry Weber, H&M, Hugo Boss, IC Companys, Inditex, Kappahl, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
<b>Netia</b>	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Megafon, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Swisscom, Talktalk Telecom, TDC, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpelcom, Vodafone Group
<b>Orange Polska</b>	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Swisscom, TDC, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
<b>PGNiG</b>	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, SSE, Statoil, Total
<b>PKN Orlen</b>	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Galp, Hellenic, Huntsman, Indorama, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Unipetrol, Westlake
<b>Polwax</b>	Alexandria Mineral Oils, Calumet Specialty Products, Ciech, Fuchs Petrolub, H&R, Moresco, Sasol
<b>Skarbiec Holding</b>	Aberdeen AM, Affiliated Managers, AllianceBernstein, Altus, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Henderson Group, Invesco, Investec, Janus Capital, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Quercus, Schroders, T Rowe Price
<b>Stelmet</b>	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Paged, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmorin, West Fraser
<b>Synthos</b>	Apar Industries, Ashi Kasei, BASF, Dow Chemical, Grand Pacific, Kumcho PetroChemical, Lanxess, Polyone, Synthomer, Trinseo, TSRC, UBE Industries, ZEON
<b>TXM</b>	Brown Group, Bytom, Citi Trends, Duluth, Express, Giordano, Monnari, Premier Inv, The Buckle, Vistula
<b>Wirtualna Polska</b>	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Priceline Group, Yahoo!, Yandex

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy**

<b>Agora</b>					
rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj	
data wydania	2017-10-02	2017-07-25	2017-01-27	2016-10-05	
kurs z dnia rekomendacji	17,10	15,28	12,90	10,65	
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	61 828,39	55 560,23	47 900,66	

  

<b>Alior Bank</b>				
rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	
data wydania	2017-03-16	2017-03-01	2017-01-27	
kurs z dnia rekomendacji	71,97	65,42	61,95	
WIG w dniu rekomendacji	59 109,17	58 300,37	55 560,23	

  

<b>Alumetal</b>				
rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ	
data wydania	2017-07-31	2017-04-28	2017-03-29	
kurs z dnia rekomendacji	46,99	64,00	59,67	
WIG w dniu rekomendacji	62 366,50	61 731,80	58 938,76	

  

<b>Amica</b>		
rekomendacja	równoważ	
data wydania	2016-06-16	
kurs z dnia rekomendacji	186,00	
WIG w dniu rekomendacji	44 916,52	

  

<b>AmRest</b>				
rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	
data wydania	2017-09-01	2017-01-27	2016-12-19	
kurs z dnia rekomendacji	357,00	347,00	287,70	
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	55 560,23	51 115,26	

  

<b>Apator</b>				
rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ	
data wydania	2017-07-31	2017-04-28	2016-11-28	
kurs z dnia rekomendacji	31,29	35,05	27,96	
WIG w dniu rekomendacji	62 366,50	61 731,80	48 579,08	

  

<b>Archicom</b>			
rekomendacja	przeważaj	równoważ	
data wydania	2017-01-10	2016-10-28	
kurs z dnia rekomendacji	15,24	15,24	
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63	48 651,28	

  

<b>Asseco Poland</b>					
rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-08-30	2017-07-20	2017-04-27	2017-02-24	2016-12-19
kurs z dnia rekomendacji	44,54	47,23	54,70	55,81	53,09
WIG w dniu rekomendacji	64 388,43	62 533,46	61 699,64	59 583,89	51 115,26

  

<b>Atal</b>				
rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	przeważaj
data wydania	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-10	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	40,40	40,00	34,89	27,77
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 181,96	59 287,92	48 651,28

  

<b>BBI Development</b>				
rekomendacja	równoważ	niedoważaj	równoważ	
data wydania	2017-06-02	2017-01-10	2016-11-09	
kurs z dnia rekomendacji	0,73	0,87	0,86	
WIG w dniu rekomendacji	60 181,96	53 006,63	48 127,63	

  

<b>Boryszew</b>		
rekomendacja	niedoważaj	
data wydania	2017-01-27	
kurs z dnia rekomendacji	11,20	
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	

  

<b>Budimex</b>				
rekomendacja	kupuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-07-24	2017-05-08	2017-01-27	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	229,50	275,65	217,00	207,00
WIG w dniu rekomendacji	61 979,52	61 831,40	55 560,23	47 900,66

  

<b>Bytom</b>			
rekomendacja	równoważ	przeważaj	
data wydania	2017-09-13	2017-08-25	
kurs z dnia rekomendacji	2,67	2,37	
WIG w dniu rekomendacji	64 826,07	63 886,54	

  

<b>BZ WBK</b>				
rekomendacja	akumuluj	trzymaj	redukuj	
data wydania	2017-09-01	2017-05-08	2017-01-27	
kurs z dnia rekomendacji	369,60	351,25	355,00	
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 831,40	55 560,23	

  

<b>Capital Park</b>		
rekomendacja	kupuj	
data wydania	2017-01-25	
kurs z dnia rekomendacji	6,30	
WIG w dniu rekomendacji	53 988,51	

  

<b>CCC</b>				
rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	276,00	262,20	225,50	207,00
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	58 300,37	55 560,23

  

<b>CD Projekt</b>				
rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-01-26	
kurs z dnia rekomendacji	116,25	83,40	59,63	
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	55 484,56	

**CEZ**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01	2016-12-06	2016-10-04
kurs z dnia rekomendacji	441,30 CZK	416,00 CZK	399,00 CZK	450,50 CZK	407,00 CZK	436,00 CZK
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	61 701,57	58 300,37	49 647,48	47 399,32

**Ciech**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-24	2017-01-27	2017-01-23	2016-11-16
kurs z dnia rekomendacji	65,16	62,73	69,69	81,00	69,03	62,70	60,85
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	60 181,96	59 093,68	55 560,23	53 573,28	47 579,82

**Comarch**

<b>rekomendacja</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-01	2016-12-19
kurs z dnia rekomendacji	178,50	195,00	223,00	204,80	172,40
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	60 181,96	58 300,37	51 115,26

**Cyfrowy Polsat**

<b>rekomendacja</b>	<b>redukuj</b>	<b>redukuj</b>
data wydania	2017-08-29	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	27,80	24,65
WIG w dniu rekomendacji	65 170,56	55 560,23

**Dom Development**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>
data wydania	2017-09-01	2017-06-02	2017-05-12	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	82,25	76,10	70,20	64,94
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 181,96	61 598,78	55 560,23

**Echo**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-03	2017-01-25
kurs z dnia rekomendacji	5,19	5,21	6,26	5,69
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	61 018,36	53 988,51

**Elektrobudowa**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-09-01	2017-05-08	2017-04-05	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	109,50	120,55	139,90	98,50
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 831,40	59 015,12	51 223,85

**Elektrotim**

<b>rekomendacja</b>	<b>równoważ</b>	<b>niedoważaj</b>
data wydania	2017-09-14	2017-03-06
kurs z dnia rekomendacji	11,98	15,07
WIG w dniu rekomendacji	64 719,80	59 313,38

**Elemental**

<b>rekomendacja</b>	<b>równoważ</b>	<b>przeważaj</b>	<b>zawieszona</b>
data wydania	2017-08-31	2017-01-27	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	2,55	3,81	3,81
WIG w dniu rekomendacji	64 957,87	55 560,23	55 560,23

**Enea**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>redukuj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01	2017-01-27	2016-10-04
kurs z dnia rekomendacji	14,80	15,25	13,14	10,67	10,61	8,45
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	61 701,57	58 300,37	55 560,23	47 399,32

**Energia**

<b>rekomendacja</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-21	2017-06-27	2017-01-27	2016-12-06	2016-10-04
kurs z dnia rekomendacji	11,65	11,65	11,65	10,87	10,20	8,19	7,40
WIG w dniu rekomendacji	62 269,72	62 269,72	62 269,72	61 701,57	55 560,23	49 647,48	47 399,32

**Erbud**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>
data wydania	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-05	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	26,00	31,50	32,98	29,50
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 181,96	59 015,12	55 560,23

**Ergis**

<b>rekomendacja</b>	<b>przeważaj</b>
data wydania	2016-09-28
kurs z dnia rekomendacji	5,75
WIG w dniu rekomendacji	47 278,65

**Erste Bank**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-09-01	2017-06-02	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	35,50	32,67	28,60
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 181,96	55 560,23

**Eurocash**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-01-27	2016-11-04	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	38,62	39,14	39,90	37,40	43,00
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	55 560,23	47 899,61	47 900,66

**Famur**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>zawieszona</b>
data wydania	2017-09-01	2017-07-20	2016-11-30
kurs z dnia rekomendacji	5,81	5,84	4,22
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	62 533,46	48 199,38

**Forte**

<b>rekomendacja</b>	<b>niedoważaj</b>
data wydania	2017-08-31
kurs z dnia rekomendacji	74,02
WIG w dniu rekomendacji	64 957,87



## Getin Noble Bank

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	1,28	2,02	1,68
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	58 300,37	55 560,23

## Gino Rossi

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	1,78
WIG w dniu rekomendacji	63 886,54

## Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-07-03	2017-06-23	2017-06-02	2017-01-26
kurs z dnia rekomendacji	79,80	68,90	72,08	63,30	67,50	63,01	70,41
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	62 800,96	61 018,36	60 987,33	60 181,96	55 484,56

## GTC

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-08-02	2017-01-25	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	9,62	8,65	8,25
WIG w dniu rekomendacji	62 800,96	53 988,51	47 900,66

## Handlowy

rekomendacja	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-01-27	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	79,48	78,08
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 900,66

## Herkules

rekomendacja	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-06-02	2016-10-11
kurs z dnia rekomendacji	4,17	3,79
WIG w dniu rekomendacji	60 181,96	48 027,79

## ING BSK

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2017-04-05	2017-03-01	2017-01-27	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	171,00	183,50	167,55	146,90
WIG w dniu rekomendacji	59 015,12	58 300,37	55 560,23	47 900,66

## Jeronimo Martins

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2017-09-01	2017-05-08	2017-01-27	2016-12-06	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	16,76 EUR	17,09 EUR	15,66 EUR	14,67 EUR	16,01 EUR
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 831,40	55 560,23	49 647,48	47 900,66

## JWC

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-11-09
kurs z dnia rekomendacji	4,50
WIG w dniu rekomendacji	48 127,63

## Kernel

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-06-02	2017-01-27	2016-11-15
kurs z dnia rekomendacji	60,70	68,33	76,75	57,70
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 181,96	55 560,23	47 539,85

## Kety

rekomendacja	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-09-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	402,10	416,80
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	55 560,23

## KGHM

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	zawieszona
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-07-03	2017-04-05	2017-03-02	2017-01-27	2017-01-27	2017-01-17	2016-12-06
kurs z dnia rekomendacji	117,40	126,10	121,00	110,65	120,10	131,50	129,00	122,05	110,00	91,84
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	62 800,96	61 018,36	59 015,12	59 646,29	58 300,37	55 560,23	53 706,41	49 647,48

## Komercni Banka

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-01-27	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	966,50 CZK	892,60 CZK	891,50 CZK
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	55 560,23	47 899,61

## Kruk

rekomendacja	kupuj	redukuj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-05-08	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	293,45	340,95	293,85	249,15
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	61 831,40	55 560,23

## Kruszwica

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-03-29
kurs z dnia rekomendacji	63,50
WIG w dniu rekomendacji	58 938,76

## LC Corp

rekomendacja	kupuj
data wydania	2017-09-26
kurs z dnia rekomendacji	2,69
WIG w dniu rekomendacji	63 895,84

## Lokum Deweloper

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2017-09-14	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	16,30	13,32
WIG w dniu rekomendacji	64 719,80	48 651,28

**Lotos**

<b>rekomendacja</b>	<b>redukuj</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>redukuj</b>
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01	2016-12-20
kurs z dnia rekomendacji	59,75	58,86	48,63	40,40
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	58 300,37	51 129,31

**LPP**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-20	2017-04-05	2017-01-27	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	8172,05	8696,65	6700,00	6635,25	5369,90	5615,00
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	61 048,15	59 015,12	55 560,23	47 899,61

**Mangata**

<b>rekomendacja</b>	<b>równoważ</b>
data wydania	2016-10-26
kurs z dnia rekomendacji	112,55
WIG w dniu rekomendacji	48 459,91

**Millennium**

<b>rekomendacja</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>redukuj</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2017-05-08	2017-04-05	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	7,06	6,67	6,82	5,93
WIG w dniu rekomendacji	61 831,40	59 015,12	58 300,37	55 560,23

**MOL**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>redukuj</b>
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2016-12-20
kurs z dnia rekomendacji	3 000 HUF	2 978 HUF	20 620 HUF
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	51 129,31

**Monnari**

<b>rekomendacja</b>	<b>przeważaj</b>	<b>równoważ</b>
data wydania	2017-09-13	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	8,93	7,89
WIG w dniu rekomendacji	64 826,07	63 886,54

**Netia**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>
data wydania	2017-09-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	3,90	4,58
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	55 560,23

**Orange Polska**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-06-30	2017-03-09	2017-01-27	2016-11-16
kurs z dnia rekomendacji	5,15	4,67	5,46	5,23
WIG w dniu rekomendacji	61 475,96	58 559,14	55 560,23	47 579,82

**OTP Bank**

<b>rekomendacja</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>redukuj</b>
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	9 895 HUF	10 445 HUF	8 450 HUF	8 950 HUF	7 498 HUF
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	58 300,37	55 560,23	47 900,66

**PA Nova**

<b>rekomendacja</b>	<b>równoważ</b>
data wydania	2016-09-12
kurs z dnia rekomendacji	25,89
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14

**PBKM**

<b>rekomendacja</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-04-05	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	63,00	54,50	60,50	53,95
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	59 015,12	51 223,85

**Prime Car Management**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	34,91
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23

**Pekao**

<b>rekomendacja</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>
data wydania	2017-07-18	2017-07-03	2017-04-05	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	131,25	124,80	134,60	139,95	136,60
WIG w dniu rekomendacji	62 537,74	61 018,36	59 015,12	58 300,37	55 560,23

**Pfleiderer Group**

<b>rekomendacja</b>	<b>przeważaj</b>
data wydania	2016-02-03
kurs z dnia rekomendacji	23,00
WIG w dniu rekomendacji	43 563,88

**PGE**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-06-27	2016-10-04
kurs z dnia rekomendacji	13,30	14,27	13,29	12,29	10,18
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	62 800,96	61 701,57	47 399,32

**PGNiG**

<b>rekomendacja</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-02-27
kurs z dnia rekomendacji	6,79	6,83	6,75	6,12
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	62 800,96	58 657,32

**PKN Orlen**

<b>rekomendacja</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>sprzedaj</b>
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2016-12-20
kurs z dnia rekomendacji	121,70	117,90	87,17
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	51 129,31



## PKO BP

rekomendacja	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	33,28	31,62
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	55 560,23

## Polnord

rekomendacja	niedoważaj
data wydania	2017-05-16
kurs z dnia rekomendacji	10,00
WIG w dniu rekomendacji	61 795,32

## Polwax

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-01-13
kurs z dnia rekomendacji	13,54	16,60
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	53 650,94

## PZU

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-07-18	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	48,50	44,19	35,50
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	62 537,74	55 560,23

## Robyg

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-05-12	2017-01-27	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	3,40	3,21	3,00	2,93
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 598,78	55 560,23	48 651,28

## Ronson

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2017-03-06	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	1,80	1,34
WIG w dniu rekomendacji	59 313,38	48 651,28

## Skarbiec Holding

rekomendacja	kupuj
data wydania	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	29,10
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23

## Stelmet

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-07-17	2017-01-27	2017-01-12
kurs z dnia rekomendacji	22,20	22,51	32,30	31,00
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	62 127,72	55 560,23	53 709,33

## Synthos

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-01-17	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	5,14	4,78	5,30	4,57
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	53 706,41	47 899,61

## Tarczyński

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-05-31
kurs z dnia rekomendacji	11,20
WIG w dniu rekomendacji	60 344,58

## Tauron

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-04-05	2016-12-06	2016-10-04
kurs z dnia rekomendacji	3,75	3,92	3,65	3,35	2,66	2,55
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	61 701,57	59 015,12	49 647,48	47 399,32

## Torpol

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	12,05
WIG w dniu rekomendacji	64 719,80

## Trakcja

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	12,80
WIG w dniu rekomendacji	64 719,80

## TXM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-06-08	2017-03-09
kurs z dnia rekomendacji	2,97	4,00	5,50
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 752,25	58 559,14

## Ulma

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-12-12
kurs z dnia rekomendacji	63,50
WIG w dniu rekomendacji	50 693,75

## Unibep

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27	2016-12-06	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	12,20	12,59	10,79	10,00	10,85
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	58 300,37	55 560,23	49 647,48	47 899,61

## Vantage Development

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-01-10	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	3,30	2,79
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63	48 651,28

**Vista!**

<b>rekomendacja</b>	<b>niedoważaj</b>	<b>równoważ</b>	<b>zawieszona</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2017-09-11	2017-01-27	2017-01-27	2016-11-25
kurs z dnia rekomendacji	5,10	9,00	9,00	9,90
WIG w dniu rekomendacji	64 306,53	55 560,23	55 560,23	48 824,83

**Vistula**

<b>rekomendacja</b>	<b>przeważaj</b>
data wydania	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	3,26
WIG w dniu rekomendacji	63 886,54

**Wirtualna Polska**

<b>rekomendacja</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>
data wydania	2017-09-01	2017-01-27	2016-11-18
kurs z dnia rekomendacji	47,89	56,60	54,00
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	55 560,23	46 910,91

**ZUE**

<b>rekomendacja</b>	<b>niedoważaj</b>	<b>przeważaj</b>	<b>równoważ</b>
data wydania	2017-09-14	2017-04-12	2016-11-07
kurs z dnia rekomendacji	9,20	12,35	8,55
WIG w dniu rekomendacji	64 719,80	58 510,03	47 610,85

## Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

### Departament Analiz

**Kamil Kliszcz**  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

### Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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