

piątek, 5 stycznia 2018 | opracowanie cykliczne

## Przegląd miesięczny: styczeń 2018

### Rynek akcji, makroekonomia

#### Rynek akcji

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji. Na rynkach zagranicznych – poprawa globalnego wzrostu, malejące ryzyko inflacji i nadal wspierająca polityka banków centralnych, a w Polsce – stopniowa poprawa wyników spółek i rosnąca liczba wezwań na akcje przecenionych spółek – będą wspierać ceny akcji.

#### Ze spółek

##### Finanse

Podtrzymujemy nasze zalecenie przeważenia banków bez ekspozycji na kredyty CHF ze względu na bardziej atrakcyjny poziom wycen. W styczniu powinny ożyć spekulacje odnośnie ustawy frankowej wraz ze wznowieniem prac nad nią przez sejmową komisję finansów. Jednocześnie w sektorze finansowym zwracamy uwagę na spółki windykacyjne, które uległy znaczącej przecenie oraz PZU, gdzie potencjał wzrostu znów jest powyżej 20%.

##### Chemia

Dobre otoczenie gospodarcze w Europie oraz ograniczenia szkodliwej dla środowiska produkcji w Chinach pozytywnie przekładają się na wyniki i notowania spółek chemicznych. Z drugiej strony polskim producentom nie sprzyja umocnienie PLN do USD. Naszym faworytem z GPW pozostaje Ciech.

##### Paliwa

Pogorszenie modelowej marży rafinerijnej zasiało niepokój w sektorze i przełożyło się na notowania rafinerii. Nadal podtrzymujemy nasze negatywne nastawienie do PKN i LTS, a alternatywą pozostaje PGN, któremu sprzyjają zmiany w regulacjach i rosnące ceny węglowodorów.

##### Energetyka

Sentyment do sektora w Europie był ostatnio dość słaby, jednak oczekujemy że mocne odczyty dotyczące notowań węgla, CO<sub>2</sub> i energii będą stopniowo zmieniać nastawienie inwestorów. Najciekawszą pozycją pozostaje Eneka, ale potencjał dostrzegamy również w CEZ, PGE i Enei.

##### Telekomunikacja, media, IT

Popieramy nasze niekonsensusowe pozytywne podejście do Orange. Pomimo dużych wzrostów notowań w grudniu OPL pozostaje naszym faworytem w polskim TMT. Pozytywne podchodzimy też do AGO, WPL i CMR. Neutralne podejście mamy z kolei do CPS, NET, ACP. Wśród spółek o mniejszej kapitalizacji naszym zdaniem niedowartościowane są ASE, WAS i ATD.

##### Przemysł, metale

Ogłaszane wezwania na akcje małych i średnich spółek dowodzą, że ich aktualna wycena jest atrakcyjna. Nowe środki, które uzyskają inwestorzy ze sprzedaży posiadanych akcji oraz spekulacje nad kolejnymi przejęciami mogą być paliwem do dalszego odbicia notowań w 1H'18. Nasi faworyci, to Amica, Ergis, Famur, Kernel, Pfeleiderer, Pozbud, Stelmet i Tarczyński.

##### Budownictwo

Oczekiwania w stosunku do branży są zawieszane nisko i coraz trudniej uzasadnić dalszą deprecjację. Wskazana jest jednak ostrożność w wyborze kandydatów do wzrostu. Pod tym kątem najlepiej oceniamy ERB i ELB.

##### Deweloperzy

Sprzedaż mieszkań w 4Q'17 jest powodem do dużego optymizmu. Presja na wzrost cen mieszkań będzie narastać, neutralizując negatywny wpływ rosnących kosztów budowy. Największy potencjał mają LCC, LKD i ECH.

##### Handel

Po wzrostach kursów CCC oraz AmRest obniżamy rekomendacje dla tych spółek. Pozytywnie oceniamy perspektywy EUR, BTM, MON oraz TXM. Zwracamy uwagę na istotną deprecjację USDPLN r/r, co może mieć przełożenie na wyniki spółek odzieżowych i obuwniczych w 1H'18.

##### Kluczowe rekomendacje

**Pozytywne:** AGO, AMC, BTM, CMR, ECH, ENG, ERB, EUR, FMF, KER, LCC, MON, OPL, PFL, PGN, POZ, STL, TAR, TXM

**Negatywne:** FTE, LTS, PKN

Indeksy	Kurs bieżący	1M	2017
WIG	65 298	+4,7%	+23%
ATX	3 555	+5,8%	+31%
BUX	39 850	+5,4%	+23%
PX	1 105	+3,5%	+17%

Indeksy sektorowe WIG		1M	2017
WIG20	2 533	+5,4%	+26%
mWIG40	4 924	+3,9%	+15%
sWIG80	14 730	+3,2%	+2%
Banki	8 692	+7,0%	+35%
Budownictwo	2 818	+0,7%	-1%
Chemia	15 797	+4,6%	+11%
Energia	3 058	+3,5%	+17%
Górnictwo	4 553	+6,1%	+25%
Informatyka	2 057	+4,0%	-5%
Media	4 759	+0,8%	+5%
Nieruchomości	2 206	+4,0%	+20%
Odzież	8 092	+17,9%	+45%
Paliwa	7 210	+1,7%	+26%
Spożywczy	3 739	+3,3%	-13%
Telekomunikacja	751	+2,4%	+2%

Top 5 / Worst 5		1M	2017
LPP	9990,00	+21,6%	+57%
TXM	2,44	+21,4%	-52%
Pozbud	3,54	+20,8%	+24%
Asseco SEE	13,70	+20,2%	+41%
Polwax	11,95	+18,4%	-31%
Agora	14,00	-13,5%	+15%
Forte	50,80	-14,7%	-34%
Stelmet	15,20	-14,7%	-53%
GetBack	18,74	-18,3%	-1%
PBG	0,16	-20,0%	-94%

#### Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Alior Bank	akumuluj ▼	90,00 PLN ►
Amica	przeważaj ▲	-
AmRest	trzymaj ▼	422,00 PLN ►
CCC	trzymaj ▼	292,00 PLN ►
Enea	akumuluj ▲	12,82 PLN ►
Energa	kupuj ►	14,97 PLN ▲
Famur	kupuj ►	7,24 PLN ▲
Grupa Azoty	trzymaj ►	73,64 PLN ▼
GTC	trzymaj ►	10,00 PLN ▲
Handlowy	trzymaj ▼	85,00 PLN ►
Kęty	trzymaj ►	390,72 PLN ▼
KGHM	trzymaj ►	114,71 PLN ▲
Lotos	redukuj ▲	51,53 PLN ►
LPP	trzymaj ►	9900 PLN ▲
OTP Bank	trzymaj ▼	10901 HUF ►
PBKM	trzymaj ▼	71,00 PLN ►
Polwax	kupuj ►	20,56 PLN ▲
PZU	kupuj ▲	51,83 PLN ►
Unibep	akumuluj ▼	10,80 PLN ▼
Wirtualna Polska	akumuluj ▼	53,00 PLN ►

## Rynek akcji

**Dane grudniowe potwierdzają, że nadal utrzymuje się bardzo dobra koniunktura w światowej gospodarce. Zarówno FED jak i ECB podniosły prognozowane tempo wzrostu PKB w 2018 roku. Wskaźniki wyprzedzające w przemyśle i w usługach wzrosły do poziomów najwyższych od kryzysu w 2007 roku, a wzrost gospodarczy rozkłada się na rynki rozwinięte, jak również na rozwijające się. Nasi makroekonomiści, oczekują że w 2018 PKB w Polsce wzrośnie r/r o 4,5%, a przedsiębiorstwa skuteczniej będą przenosić wyższe koszty pracy na ceny. W Niemczech rosną szanse na porozumienie CDU/CSU i SPD ws. wspólnego utworzenia rządu, co zmniejsza ryzyko kolejnych wyborów parlamentarnych. W krótkim okresie kluczowym zakładem, który naszym zdaniem warto podjąć jest ewentualna korekta na EUR/USD (krótkoterminowe wykupienie rynku), która powinna skutkować również korektą cen akcji na rynkach wschodzących oraz pozytywnym wpływem na zachowanie akcji spółek notowanych na giełdach Strefy euro, a w szczególności przecenionych spółkach niemieckich. Nie oczekujemy, żeby uruchomienie przeciwko Polsce art. 7 Traktatu o EU w najbliższych tygodniach negatywnie wpływało na zachowanie GPW. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji.**

### **FED i ECB podnoszą prognozy wzrostu na 2018, inflacja nadal niska**

FED nie zaskoczył inwestorów podnosząc w grudniu stopy procentowe o 0,25%. Komunikat po posiedzeniu, w którym FED m.in. podniósł prognozę wzrostu PKB na 2018 do 2,5%, został odebrany przez rynki gołębno wywołując zmniejszenie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych, co z kolei obniżyło rentowność obligacji i ponownie osłabiło USD. Kolejne podwyżki oczekiwane są dopiero w maju/czerwcu. Retoryka FED pozostaje idealna dla rynku akcji. Z jednej strony inflacja i oczekiwania inflacyjne pozostają niskie, z drugiej występuje dalsza poprawa na rynku pracy, przy stabilnym wzroście konsumpcji i odbijających inwestycjach. Dodatkowo, w tle rysuje się kształt przygotowywanego pakietu fiskalnego, który w ocenie Yellen wpłynie na popyt konsumpcyjny i wzrost PKB, ale jednocześnie przyspieszy inwestycje i poprawi produktywność (podaż czynników produkcyjnych), co będzie ograniczało wzrost inflacji. Inwestorzy przestali przykładając większą wagę do opinii, że wcześniej czy później (w 2018 roku) inflacja zacznie wzrastać. Nie zmieni się to dopóki nie potwierdzą tego twarde dane miesięczne. Również „miękkie” deklaracje członków FED o konieczności dalszych podwyżek mają tu raczej krótkoterminowy wpływ na rynek.

ECB również nie zaskoczył rynków pozostawiając stopy procentowe jak również wielkość skupu aktywów na niezmiennym poziomie. Podobnie jak w przypadku FED, podniesiono prognozę wzrostu gospodarczego. W 2017 roku wzrost PKB w Strefie wyniesie 2,4%, a w roku 2018 2,3%, co oznacza istotne zwiększenie oczekiwań w stosunku do prognozy z września 2017 (odpowiednio: 2,2% i 1,8%). W br. inflacja wyniesie 1,4% w stosunku do 1,5% w 2017 roku i wzrośnie do 1,7% dopiero w roku 2020. Przy tak zakładanej ścieżce wzrostu inflacji oznacza to, że pierwsza podwyżka stóp nie wydarzy się przed 2019 rokiem, a więc co najmniej kwartał po wygaśnięciu QE.

### **Niemcy unikną wyborów?**

Niezdolność utworzenia koalicji rządzącej w Niemczech i funkcjonowanie od października rządu komisarycznego były jednym z istotniejszych politycznych czynników ryzyka w Europie. Ostatnie doniesienia z CDU/CSU i SPD wskazują, że partie rozpoczęły konstruktywne rozmowy, a w połowie stycznia można oczekiwać bardziej szczegółowych deklaracji ws. powołania wspólnego rządu. Taki scenariusz wpłynie pozytywnie na akcje spółek europejskich.

### **Konsekwencje art. 7 dla Polski**

W związku z toczącym się postępowaniem przeciwko Polsce ws. ryzyka naruszenia praworządności Komisja Europejska wykorzystując mechanizm artykułu 7 Traktatu o UE, poprosiła Radę Unii Europejskiej (ministrowie ze wszystkich krajów członkowskich) o stwierdzenie ryzyka naruszenia w Polsce wartości UE (decyzja podejmowana większością 4/5 głosów, tj. 22 głosy ZA). O tym, kiedy wniosek zostanie poddany pod głosowanie decyduje kraj przewodniczący Radzie (rotacyjne, od stycznia Bułgaria, najwcześniejszy możliwy termin to styczeń br.). Na tym etapie Rada może wydać zalecenia, których wykonanie przez kraj członkowski pozwoli uniknąć sankcji. Jeżeli kraj nie dostosuje się do zaleceń kompetencje decyzyjne na wniosek Komisji Europejskiej (lub 1/3 krajów) przechodzą do Rady Europejskiej (szefowie rządów krajów członkowskich), którzy w głosowaniu na szczycie UE mogą podjąć decyzję o nałożeniu sankcji na dany kraj (wymagana jednogłośnie decyzja, wcześniej kraj ma prawo przedstawić argumenty w swojej obronie). Termin głosowania ws. nałożenia sankcji określa szef Rady Europejskiej – obecnie Donald Tusk. Jeżeli zapadnie decyzja o nałożeniu sankcji, ich wymiar w kolejnym etapie określa Rada Unii Europejskiej podejmując decyzję większością kwalifikowaną. Sankcje mogą dotyczyć zawieszenia praw danego kraju, w tym prawa głosu. Nie są przewidziane kary finansowe.

Tak wygląda ścieżka decyzyjna ws. nałożenia ewentualnych sankcji na Polskę, co wskazuje, że ewentualne decyzje zapewne nie zapadną szybko (jeśli w ogóle). Na obecna chwilę Węgry deklarują, że nie poprą wniosku o sankcje w głosowaniu na szczycie UE, co właściwie uniemożliwiłoby KE wyegzekwowanie zmian, a Polskę uchroniłoby od konsekwencji. Kolejne etapy podejmowania decyzji organów unijnych i toczące się w kuluarach negocjacje mogą wywoływać burzliwe dyskusje w mediach jednak nie powinny w najbliższych tygodniach (brak rozstrzygnięć) negatywnie wpływać na postrzeganie Polski przez inwestorów (po grudniowej decyzji o uruchomieniu art. 7 PLN umocnił się, nastąpił spadek rentowności obligacji). Ewentualne decyzje ws. sankcji nie powinny mieć również przełożenia na budżety infrastrukturalne, a więc realizację projektów budowlanych współfinansowanych ze środków unijnych.

### **Michał Marczak**

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

## Sektory

### Finanse

- Kurs CHF/PLN wyraźnie wspierał sentyment do polskiego sektora bankowego w 2017 roku a w szczególności do banków z ekspozycją CHF. Niemniej jednak z punktu widzenia regulacyjnego oraz stabilności sektora bankowego uważamy, że moment na wprowadzenie ustawy o wsparciu kredytobiorców hipotecznych jest bardzo dobry ze względu na ograniczone straty banków. Według informacji prasowych prace nad Prezydencką Ustawą Frankową mają zostać wznowione w połowie stycznia. Podtrzymujemy nasze zalecenie przeważania banków bez ekspozycji na kredyty CHF, chociażby ze względu na bardziej atrakcyjne wyceny.
- Podtrzymujemy naszą rekomendację kupowania walorów Komerčni Banka oraz sprzedaż PKO BP. Na wskaźniku 2018 P/E Komerčni Banka notowane jest z 30% dyskontem do PKO BP, pomimo znacznie wyższego ROE (13% wobec 9%) oraz dywidendy (1% wobec 5%). Ponadto, wyniki KB będą wspierane przez podwyżki stóp procentowych, które rozpoczęły się już w 2017 roku, kiedy podwyżki w Polsce prognozowane są dopiero na 4Q'18 (konsensus).
- Ze spółek finansowych zwracamy na atrakcyjny poziom wyceny PZU. Uważamy, że ostatnia przecena nie była spowodowana przez fundamenty. Ponadto, zwracamy uwagę na atrakcyjny poziom wycen polskich spółek windykacyjnych (Kruk, GetBack) oraz spółek z wysoką dywidendą (PCM oraz SKH).
- **Kluczowe rekomendacje:** PZU (kupuj), GetBack (kupuj), Komerčni Banka (kupuj), PKO BP (sprzedaj).

### Chemia

- Dobre otoczenie gospodarcze w Europie oraz ograniczenia szkodliwej dla środowiska produkcji w Chinach pozytywnie przekładają się na wyniki i notowania spółek chemicznych. Z drugiej strony polskim producentom nie sprzyja umocnienie PLN do USD.
- Warto naszym zdaniem zwrócić jednak uwagę, że wycena indeksów MSCI Chemicals dla Europy jest obecnie na rekordowych poziomach do swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA (ryzyko korekty?). Szczególnie ma to miejsce w przypadku MSCI Industrials dla Świata.
- Obecnie naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniany jest Ciech (wzrosty cen spotowych sody w Chinach przed okresem negocjacji cen na 2018 r.; opóźnienia w rozpoczęciu produkcji nowych mocy w Turcji; informacje o zakontraktowaniu sprzedaży nowych mocy; spółka jest największym beneficjentem udanego wezwania na Synthos - Ciech będzie jedyną prywatną i płynną spółką chemiczną na GPW).
- Neutralnie podchodzimy do wyceny Grupy Azoty (ryzykiem dla notowań jest korekta cen nawozów saletranych w drugiej połowie XII'17; możliwa presja na wyniki w 1Q'18). Z uwagi na duże zapasy kauczuków w Chinach, spadającą relację butadien/nafta, pogarszającą się marżę na produktach styrenowych, oraz brak możliwości wyjścia z inwestycji po dematerializacji akcji - inwestycja w Synthos wydaje się być mało perspektywiczna.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj).

### Paliwa

- Dobry sentyment na rynku ropy nadal się utrzymuje, a obok danych fundamentalnych sprzyja temu coraz słabszy dolar. Rynek globalny jest w deficycie i oczekujemy dalszego spadku zapasów (rezerwy w USA są już niższe o 11% r/r). Na razie nie zmieniamy naszych rocznych założeń dla Brent na poziomie 65 USD/Bbl, ale widzimy potencjał do pozytywnego zaskoczenia.
- Marże rafineryjne w ostatnich tygodniach spadły w okolice 3-4 USD/Bbl, a dyferencjał oscyluje wokół zaledwie 0,5 USD/Bbl. Jest to istotny sygnał ostrzegawczy podający w wątpliwość scenariusz kontynuacji hossy w sektorze. Naszym zdaniem nie można tych odczytów sprowadzać do zjawiska sezonowego, gdyż pojawia się wiele strukturalnych zmian w otoczeniu makro (wyższe ceny ropy, osłabienie dynamik popytu, rosnące zapasy produktów, rekordowa użycie rafinerii, nowe moce, zwiększenie eksportu paliw z Chin i Rosji, wyższe kwoty na import surowca dla rafinerii „teapots” w Chinach). Dla regionalnych rafinerii problemem jest również osłabienie dolara. Pozytywnym zaskoczeniem póki co są wciąż relatywnie wysokie marże w petrochemii.
- Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do PGNiG, któremu sprzyjają trendy na rynku surowcowym, a wyższe koszty gazu w kontraktach długoterminowych, jak potwierdzają odczyty notowań na TGE, są w dużej mierze przenoszone na klientów. Kolejnymi katalizatorami na horyzoncie są arbitraż z Gazpromem i zapowiadana akwizycje na szelfie norweskim.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (redukuj), PGNiG (kupuj), PKN Orlen (sprzedaj).

### Energetyka

- Ceny energii w Niemczech na rok 2019 przekraczają 37 EUR/MWh, zarówno dzięki dobremu sentymentowi na rynku węgla jak i znów rosnącym notowaniom CO<sub>2</sub>. W tym drugim przypadku widzimy jeszcze potencjał do wzrostu w związku z osiągniętym kompromisem w sprawie reformy ETS.
- W takim otoczeniu atrakcyjnie wyglądają akcje CEZ, szczególnie w relacji do polskich wytwórców, którzy charakteryzują się wyższym poziomem emisji. W Polsce problemem jest również to, że nie w pełni w tym roku udało się przenieść wyższe koszty węgla na ceny energii. Aktualne notowania terminowe na rok 2019 pozwalają jednak na umiarkowany optymizm w tym zakresie. W ciągu ostatnich 2 miesięcy średnia cena w kontraktach to 181 PLN/MWh przy wolumenie rządu 1,5 TWh (rok temu za analogiczny okres obroty na kontrakcie Y18 wynosiły 0,9 TWh przy cenie 162 PLN/MWh). Oczywiście to dopiero początek kontraktacji, ale te odczyty sugerowałyby poprawę marży producentów zintegrowanych pionowo o około 8 PLN/MWh r/r już po kosztach CO<sub>2</sub>.
- Ustawa o rynku mocy została podpisana przez Prezydenta i choć w ramach wniesionych poprawek zlikwidowano koszyki cenowe (znaczące zmniejszenie komfortu przepływów w sektorze w przyszłości w stosunku do poprzedniego wariantu) to ostatecznie wiele też zależy będzie od budżetu alokowanego przez ME na pierwsze aukcje przewidziane na koniec tego roku.
- W ramach polskiego sektora energetycznego wyróżniamy Energę z uwagi na niską wycenę w relacji do bezpiecznego profilu biznesowego, perspektywę poprawy rentowności w obrocie w 2018 oraz coraz bardziej realną perspektywę zamrożenia projektu Ostrołęka C. Po ostatnich spadkach potencjał wzrostowy dostrzegamy również w przypadku PGE i Enei.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (akumuluj), Enea (akumuluj), Energa (kupuj), PGE (akumuluj).

## Wydobycie

- Pozytywnie na sentyment do spółek wydobywających miedź wpływają informacje rynkowe odnośnie możliwych przestoju produkcyjnych w 2018 roku. Według nich w bieżącym roku na świecie około 5-7 mln ton produkcji miedzi w skali roku jest zagrożona ze względu na konieczność renegotjacji porozumień płacowych (25-35% górniczej miedzi w skali roku). Dla porównania, w latach 2011-16 średnia wielkość zagrożonego wydobycia w efekcie renegotjacji porozumień płacowych wynosiła 1,7 mln ton (wydobycia w skali roku). Większość z renegotjacji będzie mieć miejsce w Chile i Peru, które odpowiadają za około 40% światowej produkcji miedzi.
- Na dobrym otoczeniu w IH'18 w ograniczonym stopniu skorzysta KGHM, który ma problemy technologiczne we własnych hutach i presję na płacę zarówno w Polsce jak i w Chile (możliwe twarde rozmowy na temat płac na początku roku).

## Telekomunikacja, media, IT

- Wprowadzenie regulacji Roam Like At Home (od 15.06.2017 stawki detaliczne w roamingu zostały zrównane z krajowymi, a klienci mogą w ramach przyznanego pakietu korzystać z usług telekomunikacyjnych za granicą w ramach UE) przyniosło negatywny wpływ na wyniki telekomów: Orange zanotował z tego tytułu 73 mln PLN straty na linii EBITDA, Cyfrowy Polsat 62 mln PLN, a Play 57 mln PLN. Operatorzy zapowiedzieli powzięcie kroków do zmniejszenia negatywnego wpływu regulacji na ich wyniki.
- Na rynku widać wprowadzenie agresywnej kampanii akwizycyjnej klientów przez T-Mobile. Grupa pozyskała netto 10,3 tys. numerów w 3Q'17 (na podstawie raportów UKE). To duża zmiana vs. poprzednie okresy (-74,2 tys. w 3Q'16 i -79,4 tys. w 4Q'16). Cyfrowy Polsat także stał się bardziej agresywny. W 3Q'17 z Polkomtela odeszło tylko 4,6 tys. numerów netto vs. -36,5 tys. w 2Q'17 i -51,8 tys. w 1Q'17.
- Zgodnie z naszymi założeniami, Orange Polska wycofało się z agresywnej walki o klienta (-35,1 tys. numerów netto). Telekom zmienił podejście do akwizycji klienta – chce wiązać klientów ofertą konwergentną fixed + mobile *Orange Love* w miejsce kosztowych subsydiów.
- Na rynku telekomunikacyjny widać wyraźne zainteresowanie graczy mobilnych aktywami stacjonarnymi. Na początku grudnia Cyfrowy Polsat przejął 32% udziałów w Netii i ogłosił chęć wezwania do progu 66%. Głównym motywem przejęcia jest infrastruktura stacjonarna Netii, a także możliwe synergie w segmencie B2B jak i B2C. Dwa tygodnie później Orange Polska poinformowało o negocjacjach usługi BSA na sieci FTTH dla T-Mobile.
- W 3Q'17 dynamika wydatków na reklamę w Polsce była dość słaba i wyniosła tylko +0,5%, w rozbiciu reklama internetowa miała 6,0% wzrost, kino +6,0%. Pozytywnym zaskoczeniem był wzrost reklamy radiowej + 6,5%. Z kolei spadki widoczne były w dziennikach (-15,5% R/R), magazynach (-9,5% R/R), outdoor (aż -12,0% - tutaj zaskoczenie negatywne) oraz TV (-0,5% R/R).
- Na rynku IT widoczny jest start tzw. „mała kontrakcja” od samorządów i szpitali, co przełożyło się na poprawę w wybranych spółkach IT. Z drugiej strony brak dużych przetargów oraz jednoczesne utrzymywanie (a nawet zwiększanie) zatrudnienia miał przeciwny efekt. W 4Q'17 pojawiły się pierwsze duże kontakty publiczne, w tym kontrakt na systemy cyfrowej rejestracji spraw w sądach powszechnych (138 mln PLN netto dla konsorcjum CMR i Maxto), umowa ATD z Resortowym Centrum Zarządzania

Sieciami na środowisko platformy wirtualizacji za 61 mln PLN, olbrzymi przetarg na infrastrukturę systemu ERTMS/GSM w PKP dla konsorcjum z WAS (2,3 mld PLN netto na całość).

- Wśród spółek IT o mniejszej kapitalizacji naszym faworytami są ASE, które zapowiedziało solidny odczyt za 4Q'17 (pierwsza marża +14% R/R, EBIT >16% wyższy R/R pomimo wysokiej bazy) i jest notowane na niskich wskaźnikach P/E'17 ok. 10,6x oraz ATD, notowanego na P/E'17 ok. 14,4x (gdzie szacujemy wzrost EBIT w 4Q'17 na 101%). Pozytywne podejście mamy do WAS. Sądzymy, że rynek nie uwzględni w wycenie korzyści finansowych z megakontraktu dla PKP.
- Neutralne nastawienie mamy do ALL i ABS z/w na wysokie wyceny. W długim terminie obie spółki oferują ciekawe autorskie rozwiązania, jednak sądzymy że mała wrażliwość na publiczne przełoży się na niższe wzrosty wyników w nadchodzących kwartałach.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (kupuj), Comarch (kupuj), Agora (kupuj).

## Przemysł, metale

- Indeks cenowy polskich spółek przemysłowych wyhamował spadki w końcówce roku, głównie za sprawą ogłaszanych wezwań wśród średnich i większych notowanych firm (m.in. WDX, Robyng, Emperia, Sare, Synthos, Tarczyński, Netia, Gekoplast).
- W sumie w 2017 roku indeks cenowy polskich spółek przemysłowych spadł o 6%, MSCI Industrials dla Europy nie zmienił się, a dla Świata wzrósł o 5%.
- Warto naszym zdaniem zauważyć, że indeksy MSCI Industrials dla Świata i Europy są obecnie notowane na rekordowych poziomach do swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Naszym zdaniem może to być zwiastunem wiszącej w powietrzu korekty na zagranicznych spółkach przemysłowych.
- Ogłaszane wezwania na akcje małych i średnich spółek dowodzą, że aktualna ich wycena jest atrakcyjna dla dotychczasowych właścicieli lub potencjalnych nowych inwestorów. Nowe środki, które uzyskają inwestorzy ze sprzedaży posiadanych akcji oraz spekulacje nad kolejnymi przejęciami naszym zdaniem mogą być paliwem do odbicia notowań spółek przemysłowych na początku 2018 roku.
- Naszym zdaniem istnieje szansa na odbicie rentowności w 2018 roku wśród przedsiębiorstw przemysłowych za sprawą podwyżek cen produktów. Wyniki 3Q'17 pokazują, że odbiorcy produktów zaczynają oswajać się z koniecznością podwyżek w obliczu rosnących kosztów wytworzenia (surowców, pracy, transportu). Zapowiedzi podwyżek przy ostatnich wynikach sugerowały Amica, Grupa Kęty, Ergis, Famur, Mangata oraz Pfeleiderer.
- Kolejnym argumentem za podwyżkami cen produktów jest rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle (EU 83,6% – najwyższe od 2006 roku) przy wysokich wskaźnikach wyprzedzających (EU - 60,6 pkt – najwyższe odkąd prowadzone są statystyki).
- Naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniane są: Famur (rosnący portfel zamówień; wzrost cen węgla i surowców), Kernel (w długim terminie spółka utrzymuje swój wzrostowy profil; konsolidacja rynku ukraińskiego powinna przekładać się na zwiększenie marży w przyszłości), Pfeleiderer Group (wyraźny trend wzrostu cen płyty program motywacyjny Zarządu wspierać będzie notowania firmy w nadchodzących latach), Stelmet (sztormowa pogoda w Wielkiej Brytanii na przełomie 2017/2018 roku).
- Duża przecena na małych spółkach naszym zdaniem może kusić inwestorów do szukania okazji (również spoza rynku kapitałowego) – nasze typy to: Ergis (spółka notowana z około 20-30% dyskontem do innych polskich

spółek przemysłowych), Pozbud (spółka notowana poniżej 5xP/E'19), Tarczyński (restrukturyzacja kosztowa powinna wspierać wyniki kwartałów).

- Podnosimy nasze pozycjonowanie dla Amica (z równoważ do przeważaj) ze względu na oczekiwaną poprawę wyniku EBITDA w 2018 roku oraz ponad 25% dyskonto na wskaźniku EV/EVBITDA do spółek porównywalnych.
- Pozostawiamy niedoważenie dla Forte ze względu na przewaga punktów ryzyka nad szansami w najbliższych okresach (utrzymująca się ponad 30% premia na wskaźniku EV/EBITDA do spółek; wysokie zadłużenie na koniec roku – 3.6x; problemy jednego z odbiorców odpowiadającego za 20% obrotów Forte – Steinhof; oraz ryzyko opóźnienia rozpoczęcia własnej fabryki płyty).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Ergis (przeważaj), Famur (kupuj), Forte (niedoważaj), Kernel (akumuluj), Pfeleiderer Group (przeważaj), Pozbud (przeważaj), Stelmet (kupuj), Tarczyński (przeważaj).

## Budownictwo

- Indeks WIG-Budownictwo drugi miesiąc z rzędu uklepuje dno. Oczekiwania rynku znacznie się obniżyły, a kursy dyskontują wyniki poniżej rynkowego konsensusu.
- W bieżącym przeglądzie znacząco obniżamy prognozy i wycenę (-30%) dla akcji Unibepu. Rozczarowaniem okazała się wysoka kara nałożona na Unibep przez sąd Norweski. Ponadto nasze obawy są związane z drastycznym wzrostem udziału w portfelu kontraktów drogowych, z którymi spółka radziła sobie słabo w 2017 r.
- Wśród spółek budownictwa kubaturowego lepiej oceniamy obecnie Erbud, dla którego aktualizowaliśmy rekomendację 15 grudnia.
- Ponadto zwracamy uwagę na Elektrobudowę, w przypadku której rynek dyskontuje bardzo negatywny scenariusz.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Erbud (kupuj), Elektrobudowa (kupuj).

## Deweloperzy

- Wezwanie na akcje Robyga oraz agresywne kupno akcji Polnordu przez Murapol (możliwe wezwanie) wspierają nasze pozytywne nastawienie do akcji deweloperów.
- Pierwsze publikacje statystyk sprzedaży mieszkań za 4Q'17 okazały się bardzo optymistyczne (+39% r/r, +18% q/q). Sprzedaż w Lokum, Atalu, Archicomie i Echo wyraźnie przewyższyła nasze oczekiwania z ostatnich raportów.
- Wszystkie spółki, które dotychczas opublikowały dane o przekazaniach mieszkań w 4Q, zrealizowały nasze szacunki. 4Q'17 będzie rekordowy pod względem przekazania (+60% r/r), co zapowiada nominalnie bardzo wysokie wyniki finansowe sektora.
- Wśród spółek z sektora komercyjnego preferujemy Echo względem GTC. Sprzedaż przez Echo po dobrej cenie dwóch biurów pod koniec 2017 r. uwiarygadnia model biznesowy spółki.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dom Development (kupuj), Robyg (kupuj), Echo Investment (kupuj), LC Corp (kupuj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj)

## Handel

- Według projektu ustawy planowane jest wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę od marca 2018 roku. W 2018 roku sklepy będą mogły być otwarte w dwie niedziele miesiąca, w 2019 roku w jedną niedzielę w miesiącu, a w 2020 wszystkie niedziele będą wolne. Wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę początkowo może mieć negatywny wpływ na sprzedaż porównywalną spółek odzieżowych i obuwniczych. W średnim terminie popyt powinien zostać dostosowany, a spółki powinny uzyskać korzyści po stronie kosztów SG&A (dostosowanie harmonogramów pracy). Zamknięcie centrów handlowych w niedzielę może mieć lekko negatywny wpływ na biznes restauracyjny AmRest w Polsce (według naszych szacunków około 50% restauracji spółki znajduje się w centrach handlowych, a negatywny efekt zamknięcia restauracji w co drugą niedzielę wyniósłby 1,1% sprzedaży AmRest). Ograniczenie handlu powinno mieć niski wpływ na sprzedaż spółek z handlu spożywczego, gdzie niedziela stanowi niski udział w tygodniowej sprzedaży, a popyt powinien się szybko dostosować. Niedziela w sektorze spożywczym jest dniem, który w wielu przypadkach nie generuje zysku.
- Deprecjacja USDPLN r/r w okresie lipiec-sierpień 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. Obecny poziom kursu USDPLN jest niższy o około 17,8% r/r (stan na 03.01.2018). Największa część zakupów kolekcji wiosna lato jest dokonywana w okresie grudzień-styczeń. Utrzymanie kursu na podobnym poziomie powinno pozytywnie wpływać na rentowność spółek odzieżowych w 1H'18 (korzystne koszty zakupu kolekcji wiosna-lato)
- Osłabienie EURPLN r/r o 5% w 4Q'17 powinno wpłynąć na obniżenie wskaźników SG&A/mkw. r/r w spółkach odzieżowych (spadek kosztów czynszów).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Eurocash (kupuj), TXM (kupuj) Bytom (przeważaj), Monnari (przeważaj).

**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>-1,3%</b>	<b>14,4</b>	<b>12,1</b>		
Alior Bank	akumuluj	2018-01-05	78,10	90,00	78,10	+15,2%	24,9	11,7		
BZ WBK	trzymaj	2017-12-01	370,00	377,87	425,80	-11,3%	20,1	17,5		
Getin Noble Bank	sprzedaj	2017-11-03	1,61	1,27	1,73	-26,6%	-	23,9		
Handlowy	trzymaj	2018-01-05	83,70	85,00	83,70	+1,6%	19,7	15,5		
ING BSK	sprzedaj	2017-12-01	203,00	152,39	215,00	-29,1%	19,1	17,0		
Millennium	sprzedaj	2017-05-08	7,06	5,81	9,27	-37,3%	17,7	15,6		
Pekao	akumuluj	2017-07-18	131,25	145,42	134,50	+8,1%	15,1	14,4		
PKO BP	sprzedaj	2017-12-01	42,30	31,20	44,05	-29,2%	18,8	16,6		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	930,00	+19,5%	12,3	11,9		
Erste Bank	trzymaj	2017-09-01	35,50	35,98 EUR	38,06	-5,5%	13,2	11,8		
OTP Bank	trzymaj	2018-01-05	10 960	10 901 HUF	10 960	-0,5%	11,7	12,0		
PZU	kupuj	2018-01-05	45,00	51,83	45,00	+15,2%	14,4	11,9		
GetBack	kupuj	2017-11-30	23,00	33,38	18,74	+78,1%	6,5	5,1		
Kruk	kupuj	2017-10-02	293,45	340,17	263,00	+29,3%	14,1	12,2		
Prime Car Management	kupuj	2017-01-27	34,91	46,43	28,80	+61,2%	8,3	7,5		
Skarbiec holding	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	28,20	+64,1%	7,1	6,2		
<b>Chemia</b>						<b>+9,4%</b>	<b>11,3</b>	<b>11,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,7</b>
Ciech	kupuj	2017-10-02	65,16	79,54	55,55	+43,2%	8,4	8,0	5,3	4,9
Grupa Azoty	trzymaj	2018-01-05	74,40	73,64	74,40	-1,0%	14,2	15,6	7,0	7,0
Polwax	kupuj	2018-01-05	11,95	20,56	11,95	+72,1%	6,4	5,8	5,0	6,3
Synthos	trzymaj	2017-11-30	4,76	4,73	4,88	-3,1%	15,5	18,9	10,0	11,3
<b>Paliwa</b>						<b>+1,0%</b>	<b>7,2</b>	<b>12,8</b>	<b>4,6</b>	<b>5,7</b>
Lotos	redukuj	2018-01-05	58,48	51,53	58,48	-11,9%	6,6	14,1	4,7	6,4
MOL	trzymaj	2017-11-29	3 121	3 104 HUF	3 062	+1,4%	7,6	11,4	4,4	5,0
PGNiG	kupuj	2017-12-01	6,03	7,73	6,30	+22,7%	10,1	8,7	4,9	4,2
PKN Orlen	sprzedaj	2017-11-29	121,60	81,80	107,00	-23,6%	6,9	16,8	4,5	8,0
<b>Energetyka</b>						<b>+7,8%</b>	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>
CEZ	akumuluj	2017-12-01	490,70	548,60 CZK	509,50	+7,7%	15,0	15,5	7,8	7,3
Enea	akumuluj	2018-01-05	12,19	12,82	12,19	+5,2%	5,4	5,8	4,7	4,3
Energa	kupuj	2018-01-05	11,65	14,97	12,60	+18,8%	7,8	6,5	4,8	4,4
PGE	akumuluj	2017-12-01	11,93	13,20	12,35	+6,9%	5,7	6,8	4,1	4,4
Tauron	trzymaj	2017-12-01	3,10	3,23	3,13	+3,2%	3,9	4,6	4,3	4,9
<b>Telekomunikacja, media, IT</b>						<b>+1,6%</b>	<b>26,3</b>	<b>19,7</b>	<b>7,3</b>	<b>6,9</b>
Netia	trzymaj	2017-09-01	3,90	4,00	5,36	-25,4%	-	-	5,6	6,4
Orange Polska	kupuj	2017-12-12	5,39	7,30	6,07	+20,3%	-	26,6	5,1	4,8
Agora	kupuj	2017-11-23	15,20	18,00	14,00	+28,6%	60,4	88,3	5,8	6,0
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2017-11-03	24,58	24,40	24,08	+1,3%	14,6	12,4	7,3	6,9
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-01-05	48,20	53,00	48,20	+10,0%	26,1	19,7	12,0	9,8
Asseco Poland	trzymaj	2017-12-01	44,47	44,80	43,56	+2,8%	14,5	14,5		
CD Projekt	sprzedaj	2017-10-02	116,25	74,34	98,00	-24,1%	47,7	98,7	37,6	76,7
Comarch	kupuj	2017-11-27	178,30	205,00	197,00	+4,1%	26,6	19,6	11,5	8,9
<b>Przemysł, metale</b>						<b>+6,6%</b>	<b>15,3</b>	<b>11,1</b>	<b>10,2</b>	<b>7,4</b>
Famur	kupuj	2018-01-05	6,18	7,24	6,18	+17,2%	43,9	18,5	13,2	7,6
Kemel	akumuluj	2017-12-01	47,51	57,20	49,30	+16,0%	6,6	11,1	5,3	7,4
Kęty	trzymaj	2018-01-05	408,00	390,72	408,00	-4,2%	15,3	14,9	10,2	9,5
KGHM	trzymaj	2018-01-05	113,10	114,71	113,10	+1,4%	7,7	9,9	6,8	5,8
Stelmet	kupuj	2017-09-01	22,20	28,94	15,20	+90,4%	17,4	9,4	10,3	6,2
<b>Budownictwo</b>						<b>+34,0%</b>	<b>11,0</b>	<b>10,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,8</b>
Budimex	kupuj	2017-07-24	229,50	267,00	203,00	+31,5%	11,4	11,8	4,6	5,2
Elektrobudowa	kupuj	2017-09-01	109,50	134,00	78,00	+71,8%	7,5	7,9	3,8	3,9
Erbud	kupuj	2017-12-15	20,60	29,80	21,60	+38,0%	10,6	9,4	4,0	4,5
Unibep	akumuluj	2018-01-05	9,76	10,80	9,76	+10,7%	13,0	11,1	9,9	7,7
<b>Deweloperzy</b>						<b>+17,2%</b>	<b>10,2</b>	<b>7,6</b>	<b>10,2</b>	<b>8,0</b>
Atal	akumuluj	2017-09-01	40,40	45,00	43,60	+3,2%	9,3	8,9	8,1	8,0
Capital Park	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	5,80	+39,5%	41,4	7,6	117,9	13,6
Dom Development	kupuj	2017-09-01	82,25	101,10	85,00	+18,9%	10,9	9,0	8,7	7,2
Echo	kupuj	2017-10-02	5,19	6,42	4,58	+40,2%	6,2	6,3	11,2	6,7
GTC	trzymaj	2018-01-05	9,90	10,00	9,90	+1,0%	8,2	11,9	10,2	15,5
LC Corp	kupuj	2017-09-26	2,69	3,54	2,74	+29,2%	10,2	6,5	13,9	8,9
Robyg	kupuj	2017-09-01	3,40	4,25	3,69	+15,2%	10,5	7,4	7,6	6,2
<b>Handel</b>						<b>+3,4%</b>	<b>40,5</b>	<b>24,1</b>	<b>15,3</b>	<b>10,9</b>
AmRest	trzymaj	2018-01-05	403,00	422,00	403,00	+4,7%	45,8	28,8	15,3	11,3
CCC	trzymaj	2018-01-05	293,00	292,00	293,00	-0,3%	36,7	25,4	22,4	17,0
Eurocash	kupuj	2017-12-01	27,48	38,30	26,85	+42,6%	189,9	21,9	13,9	9,1
Jeronimo Martins	trzymaj	2017-12-01	16,50	17,10 EUR	17,00	+0,6%	26,1	23,5	11,5	10,5
LPP	trzymaj	2018-01-05	9 990	9 900	9 990	-0,9%	40,5	24,6	19,5	14,5
TXM	kupuj	2017-12-01	2,02	5,74	2,44	+135,2%	-	9,0	-	5,2
<b>Inne</b>						<b>+2,0%</b>	<b>11,6</b>	<b>10,4</b>	<b>7,5</b>	<b>6,8</b>
PBKM	trzymaj	2018-01-05	69,60	71,00	69,60	+2,0%	11,6	10,4	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 IT</b>						<b>18,8</b>	<b>15,4</b>	<b>8,0</b>	<b>6,4</b>
Ailleron	równoważ	2017-11-28	18,73	18,40	-1,8%	26,5	21,1	12,9	10,3
Asseco BS	równoważ	2017-11-28	26,29	27,10	+3,1%	18,8	16,1	12,6	10,8
Asseco SEE	przeważaj	2017-11-28	11,45	13,70	+19,7%	12,7	12,1	5,9	5,6
Atende	przeważaj	2017-11-28	4,46	4,24	-4,9%	13,7	11,2	7,3	6,4
Wasko	przeważaj	2017-11-28	1,98	2,30	+16,2%	32,7	15,4	8,0	5,8
<b>Spółki przemysłowe</b>						<b>13,6</b>	<b>11,1</b>	<b>7,9</b>	<b>6,5</b>
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	54,80	+16,6%	13,5	11,6	10,1	8,7
Amica	przeważaj	2018-01-05	130,00	130,00	+0,0%	6,9	8,1	6,4	5,6
Aparator	równoważ	2017-07-31	31,29	27,50	-12,1%	15,1	12,2	8,9	7,7
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	8,95	-9,1%	11,1	10,6	7,8	7,4
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	2,27	-11,0%	10,2	7,4	7,5	6,2
Ergis	przeważaj	2016-09-28	5,75	5,50	-4,3%	8,3	7,4	5,6	5,0
Forte	niedoważaj	2017-08-31	74,02	50,80	-31,4%	15,1	13,0	12,1	10,3
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	70,00	+10,2%	27,0	21,8	13,8	11,7
Mangata	równoważ	2016-10-26	112,55	97,20	-13,6%	13,9	11,6	7,9	6,8
Pfleiderer Group	przeważaj	2017-11-08	36,65	33,90	-7,5%	20,9	15,5	5,9	5,5
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,54	+18,8%	13,7	6,4	9,7	5,4
Tarczyński	przeważaj	2017-11-20	11,00	12,00	+9,1%	7,4	8,5	4,9	5,3
<b>Budownictwo</b>						<b>17,6</b>	<b>11,4</b>	<b>7,0</b>	<b>5,1</b>
Elektrotim	przeważaj	2017-11-16	7,61	8,64	+13,5%	21,8	9,9	7,7	4,9
Herkules	równoważ	2017-10-24	3,60	3,24	-10,0%	13,2	11,1	6,4	5,8
Torpol	równoważ	2017-11-27	8,55	8,22	-3,9%	-	8,7	19,6	3,7
Trakcja	niedoważaj	2017-11-27	7,69	7,35	-4,4%	13,3	11,6	5,3	5,2
Ulma	równoważ	2017-11-27	73,90	73,00	-1,2%	22,5	14,9	4,6	4,4
ZUE	niedoważaj	2017-11-27	6,89	6,46	-6,2%	-	17,0	82,5	7,3
<b>Deweloperzy</b>						<b>8,4</b>	<b>6,9</b>	<b>12,0</b>	<b>6,6</b>
Archicom	przeważaj	2017-01-10	15,24	15,90	+4,3%	9,0	6,9	8,0	6,5
BBI Development	równoważ	2017-06-02	0,73	0,70	-4,1%	-	8,1	71,0	6,6
JWC	równoważ	2016-11-09	4,50	4,44	-1,3%	6,4	5,3	6,7	5,5
Lokum Deweloper	przeważaj	2017-09-14	16,30	17,90	+9,8%	7,8	5,7	7,1	5,2
PA Nova	równoważ	2017-11-27	24,00	23,00	-4,2%	7,3	6,9	12,0	10,2
Polnord	równoważ	2017-12-27	8,70	9,45	+8,6%	14,2	13,1	45,5	25,5
Ronson	niedoważaj	2017-03-06	1,80	1,44	-20,0%	15,4	15,1	17,8	16,7
<b>Handel</b>						<b>16,0</b>	<b>13,7</b>	<b>9,5</b>	<b>7,7</b>
Bytom	przeważaj	2017-11-28	2,50	2,77	+10,8%	15,2	12,7	10,1	8,2
Gino Rossi	równoważ	2017-11-28	1,29	1,11	-14,0%	25,6	16,4	9,0	7,1
Monnari	przeważaj	2017-11-28	8,21	9,06	+10,4%	14,4	11,6	7,7	6,2
Vistula	równoważ	2017-12-13	4,36	4,38	+0,5%	16,9	14,7	10,6	9,4



## 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.

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

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie 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 5 stycznia 2018 o godzinie 08:50.  
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 stycznia 2018 o godzinie 08:50.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Atal, BOŚ, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, PBKM, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energia, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PBKM, PZU, Solar Company, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, Boryszew, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Enea, Energia, Ergis, Erste Bank, Eurocash, Getin Noble Bank, Impexmetal, ING BSK, KGHM, Lotos, Mennic Polska, Netia, Orange Polska, OTP Bank, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polnord, Raiffeisen Bank International, Skarbiec Holding, Stelmek, Sygnyty, Tauron, TXM, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: GetBack.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, Polski Bank Komórek Macierzystych, Robyng, Wirtualna Polska.

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.

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

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

## Silne i słabe strony metod wyceny 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)** – wyliczona 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.



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

<b>Agora</b>				
rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-11-23	2017-10-02	2017-07-25	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	15,20	17,10	15,28	12,90
WIG w dniu rekomendacji	63 993,34	64 289,69	61 828,39	55 560,23

<b>Ailleron</b>	
rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-28
kurs z dnia rekomendacji	18,73
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91

<b>Alior Bank</b>				
rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-01-05	2017-03-16	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	78,10	71,97	65,42	61,95
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	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	przeważaj
data wydania	2018-01-05
kurs z dnia rekomendacji	130,00
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96

<b>AmRest</b>			
rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-01-05	2017-09-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	403,00	357,00	347,00
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	64 973,76	55 560,23

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

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

<b>Asseco BS</b>	
rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-28
kurs z dnia rekomendacji	26,29
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91

<b>Asseco Poland</b>						
rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20	2017-04-27	2017-02-24
kurs z dnia rekomendacji	44,47	47,00	44,54	47,23	54,70	55,81
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	64 388,43	62 533,46	61 699,64	59 583,89

<b>Asseco SEE</b>	
rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-28
kurs z dnia rekomendacji	11,45
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91

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

<b>Atende</b>	
rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-28
kurs z dnia rekomendacji	4,46
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91

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

<b>Boryszew</b>		
rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2017-11-30	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	9,85	11,20
WIG w dniu rekomendacji	62 962,26	55 560,23

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

<b>Bytom</b>			
rekomendacja	przeważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	2,50	2,67	2,37
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91	64 826,07	63 886,54



## BZ WBK

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	redukuje
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	370,00	358,50	369,60	351,25	355,00
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	64 973,76	61 831,40	55 560,23

## Capital Park

rekomendacja	kupuj
data wydania	2017-01-25
kurs z dnia rekomendacji	6,30
WIG w dniu rekomendacji	53 988,51

## CCC

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	293,00	239,85	276,00	262,20	225,50	207,00
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	62 440,31	64 289,69	64 973,76	58 300,37	55 560,23

## CD Projekt

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

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01
kurs z dnia rekomendacji	490,70 CZK	481,30 CZK	441,30 CZK	416,00 CZK	399,00 CZK	450,50 CZK
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	64 289,69	64 973,76	61 701,57	58 300,37

## Ciech

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

## Comarch

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-11-27	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-01
kurs z dnia rekomendacji	178,30	163,50	178,50	195,00	223,00	204,80
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97	64 375,83	64 289,69	64 973,76	60 181,96	58 300,37

## Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	redukuje	redukuje
data wydania	2017-11-03	2017-08-29	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	24,58	27,80	24,65
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	65 170,56	55 560,23

## Dom Development

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj
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

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
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

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2017-09-01	2017-05-08	2017-04-05
kurs z dnia rekomendacji	109,50	120,55	139,90
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 831,40	59 015,12

## Elektrotim

rekomendacja	przeważaj	niedoważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2017-11-16	2017-10-24	2017-09-14	2017-03-06
kurs z dnia rekomendacji	7,61	9,76	11,98	15,07
WIG w dniu rekomendacji	62 345,85	63 714,74	64 719,80	59 313,38

## Elemental

rekomendacja	równoważ	przeważaj	zawieszona
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

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	sprzedaj	redukuje
data wydania	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	12,19	11,89	14,80	15,25	13,14	10,67	10,61
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	62 440,31	64 289,69	64 973,76	61 701,57	58 300,37	55 560,23

## Energia

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-21	2017-06-27	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	11,65	11,65	11,65	11,65	11,65	10,87	10,20
WIG w dniu rekomendacji	62 269,72	62 269,72	62 269,72	62 269,72	62 269,72	61 701,57	55 560,23

## Erbud

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-12-15	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-05	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	20,60	24,70	26,00	31,50	32,98	29,50
WIG w dniu rekomendacji	62 916,39	64 375,83	64 973,76	60 181,96	59 015,12	55 560,23

## Ergis

rekomendacja	przeważaj
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>kupuj</b>
data wydania	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	27,48	38,62	39,14	39,90
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 289,69	64 973,76	55 560,23

**Famur**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2018-01-05	2017-09-01	2017-07-20
kurs z dnia rekomendacji	6,18	5,81	5,84
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	64 973,76	62 533,46

**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

**GetBack**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-11-30
kurs z dnia rekomendacji	23,00
WIG w dniu rekomendacji	62 962,26

**Getin Noble Bank**

<b>rekomendacja</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-11-03	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	1,61	1,28	2,02	1,68
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 973,76	58 300,37	55 560,23

**Gino Rossi**

<b>rekomendacja</b>	<b>równoważ</b>	<b>przeważaj</b>
data wydania	2017-11-28	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	1,29	1,78
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91	63 886,54

**Grupa Azoty**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2018-01-05	2017-12-01	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	74,40	71,30	79,80	68,90	72,08	63,30	67,50	63,01	70,41
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	62 440,31	64 289,69	64 973,76	62 800,96	61 018,36	60 987,33	60 181,96	55 484,56

**GTC**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>
data wydania	2018-01-05	2017-08-02	2017-01-25
kurs z dnia rekomendacji	9,90	9,62	8,65
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	62 800,96	53 988,51

**Handlowy**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>
data wydania	2018-01-05	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	83,70	79,48
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	55 560,23

**Herkules**

<b>rekomendacja</b>	<b>równoważ</b>	<b>przeważaj</b>
data wydania	2017-10-24	2017-06-02
kurs z dnia rekomendacji	3,60	4,17
WIG w dniu rekomendacji	63 714,74	60 181,96

**ING BSK**

<b>rekomendacja</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>redukuj</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>redukuj</b>
data wydania	2017-12-01	2017-04-05	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	203,00	171,00	183,50	167,55
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	59 015,12	58 300,37	55 560,23

**Jeronimo Martins**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	16,50 EUR	15,85 EUR	16,76 EUR	17,09 EUR	15,66 EUR
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	64 973,76	61 831,40	55 560,23

**JWC**

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

**Kernel**

<b>rekomendacja</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	47,51	48,25	60,70	68,33	76,75
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	64 973,76	60 181,96	55 560,23

**Kety**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2018-01-05	2017-09-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	408,00	402,10	416,80
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	64 973,76	55 560,23

**KGHM**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>redukuj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>
data wydania	2018-01-05	2017-12-08	2017-11-23	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-07-03	2017-04-05	2017-03-02	2017-03-01	2017-01-27	2017-01-17
kurs z dnia rekomendacji	113,10	100,00	114,25	117,40	126,10	121,00	110,65	120,10	131,50	129,00	122,05	110,00
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	62 164,65	63 993,34	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



## Komercni Banka

<b>rekomenacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>
data wydania	2017-12-01	2017-09-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	899,00 CZK	966,50 CZK	892,60 CZK
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 973,76	55 560,23

## Kruk

<b>rekomenacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>redukuj</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>redukuj</b>
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

<b>rekomenacja</b>	<b>równoważ</b>
data wydania	2017-03-29
kurs z dnia rekomendacji	63,50
WIG w dniu rekomendacji	58 938,76

## LC Corp

<b>rekomenacja</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-09-26
kurs z dnia rekomendacji	2,69
WIG w dniu rekomendacji	63 895,84

## Lokum Deweloper

<b>rekomenacja</b>	<b>przeważaj</b>
data wydania	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	16,30
WIG w dniu rekomendacji	64 719,80

## Lotos

<b>rekomenacja</b>	<b>redukuj</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>redukuj</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>sprzedaj</b>
data wydania	2018-01-05	2017-11-29	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01
kurs z dnia rekomendacji	58,48	61,66	66,37	59,75	58,86	48,63
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	63 961,27	64 375,83	64 289,69	64 973,76	58 300,37

## LPP

<b>rekomenacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2018-01-05	2017-11-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-20	2017-04-05	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	9990,00	8173,95	8172,05	8696,65	6700,00	6635,25	5369,90
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	62 440,31	64 289,69	64 973,76	61 048,15	59 015,12	55 560,23

## Mangata

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

## Millennium

<b>rekomenacja</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>rekomenacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
kurs z dnia rekomendacji	3 121 HUF	3 000 HUF	2 978 HUF
WIG w dniu rekomendacji	63 961,27	64 289,69	64 973,76

## Monnari

<b>rekomenacja</b>	<b>przeważaj</b>	<b>przeważaj</b>	<b>równoważ</b>
data wydania	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	8,21	8,93	7,89
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91	64 826,07	63 886,54

## Netia

<b>rekomenacja</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>rekomenacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-12-12	2017-06-30	2017-03-09	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	5,39	5,15	4,67	5,46
WIG w dniu rekomendacji	62 000,65	61 475,96	58 559,14	55 560,23

## OTP Bank

<b>rekomenacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2018-01-05	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	10 960 HUF	10 055 HUF	10 715 HUF	9 895 HUF	10 445 HUF	8 450 HUF	8 950 HUF
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	62 440,31	64 375,83	64 289,69	64 973,76	58 300,37	55 560,23

## PA Nova

<b>rekomenacja</b>	<b>równoważ</b>
data wydania	2017-11-27
kurs z dnia rekomendacji	24,00
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97

## PBKM

<b>rekomenacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>
data wydania	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-04-05
kurs z dnia rekomendacji	69,60	63,00	63,00	54,50	60,50
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	62 440,31	64 289,69	64 973,76	59 015,12

## Prime Car Management

<b>rekomenacja</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	2017-11-08
kurs z dnia rekomendacji	36,65
WIG w dniu rekomendacji	65 134,28

**PGE**

<b>rekomendacja</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-06-27
kurs z dnia rekomendacji	11,93	13,30	14,27	13,29	12,29
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 289,69	64 973,76	62 800,96	61 701,57

**PGNIG**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-02-27
kurs z dnia rekomendacji	6,03	6,63	6,79	6,83	6,75	6,12
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	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	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
kurs z dnia rekomendacji	121,60	121,70	117,90
WIG w dniu rekomendacji	63 961,27	64 289,69	64 973,76

**PKO BP**

<b>rekomendacja</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>redukuj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2017-12-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	42,30	33,28	31,62
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	58 300,37	55 560,23

**Polnord**

<b>rekomendacja</b>	<b>równoważ</b>	<b>niedoważaj</b>
data wydania	2017-12-27	2017-05-16
kurs z dnia rekomendacji	8,70	10,00
WIG w dniu rekomendacji	63 237,38	61 795,32

**Polwax**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2018-01-05	2017-09-01	2017-01-13
kurs z dnia rekomendacji	11,95	13,54	16,60
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	64 973,76	53 650,94

**Pozbud**

<b>rekomendacja</b>	<b>przeważaj</b>
data wydania	2017-11-13
kurs z dnia rekomendacji	2,98
WIG w dniu rekomendacji	63 415,60

**PZU**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2018-01-05	2017-09-01	2017-07-18	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	45,00	48,50	44,19	35,50
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	64 973,76	62 537,74	55 560,23

**Robyg**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-09-01	2017-05-12	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	3,40	3,21	3,00
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 598,78	55 560,23

**Ronson**

<b>rekomendacja</b>	<b>niedoważaj</b>
data wydania	2017-03-06
kurs z dnia rekomendacji	1,80
WIG w dniu rekomendacji	59 313,38

**Skarbiec holding**

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

**Stelmet**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>
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**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>sprzedaj</b>
data wydania	2017-11-30	2017-10-02	2017-09-01	2017-01-17
kurs z dnia rekomendacji	4,76	5,14	4,78	5,30
WIG w dniu rekomendacji	62 962,26	64 289,69	64 973,76	53 706,41

**Tarczyński**

<b>rekomendacja</b>	<b>przeważaj</b>	<b>równoważ</b>
data wydania	2017-11-20	2017-05-31
kurs z dnia rekomendacji	11,00	11,20
WIG w dniu rekomendacji	63 047,02	60 344,58

**Tauron**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-04-05
kurs z dnia rekomendacji	3,10	3,75	3,92	3,65	3,35
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 289,69	64 973,76	61 701,57	59 015,12



## Torpol

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	8,55	10,93	12,05
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97	63 714,74	64 719,80

## Trakcja

rekomendacja	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	7,69	10,30	12,80
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97	63 714,74	64 719,80

## TXM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-08	2017-03-09
kurs z dnia rekomendacji	2,02	1,99	2,97	4,00	5,50
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	64 973,76	60 752,25	58 559,14

## Ulma

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-27
kurs z dnia rekomendacji	73,90
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97

## Unibep

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	9,76	9,90	12,20	12,59	10,79
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	64 375,83	64 973,76	58 300,37	55 560,23

## Vistula

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2017-12-13	2017-11-28	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	4,36	3,88	3,26
WIG w dniu rekomendacji	62532,46	64 177,91	63 886,54

## Wasko

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-28
kurs z dnia rekomendacji	1,98
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91

## Wirtualna Polska

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	48,20	43,00	47,89	56,60
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	64 375,83	64 973,76	55 560,23

## ZUE

rekomendacja	niedoważaj	niedoważaj	przeważaj
data wydania	2017-11-27	2017-09-14	2017-04-12
kurs z dnia rekomendacji	6,89	9,20	12,35
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97	64 719,80	58 510,03

**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)

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

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

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

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

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

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

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

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

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

**Biuro Aktywnej Sprzedaży**

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

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