

poniedziałek, 5 marca 2018 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: marzec 2018

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

W kolejnych tygodniach dobre makro i wyniki spółek w USA pozwolą indeksom giełdowym wrócić do styczniowych rekordów, a nawet je przebić. Będzie to dobry moment na zmniejszanie zaangażowania na rynku akcji w dłuższej perspektywie.

Ze spółek

Finanse

Zgodnie z zapowiedziami polityków oraz po pozytywnej opinii Rady Ministrów prace nad ustawą CHF ponownie ruszyły. Podtrzymujemy nasze zalecenie przeważania banków bez ekspozycji na hipoteczne kredyty walutowe z wyjątkiem BZ WBK, gdzie nawet w przypadku wprowadzenia ustawy widzimy potencjał wzrostu. Z zagranicznych banków preferujemy Komercni Banka, który pokazał bardzo dobre wyniki za 4Q, zaś ze spółek finansowych – PZU.

Paliwa

Podtrzymujemy negatywny scenariusz dla sektora downstream. Temat fuzji PKN Orlen i Lotosu powinien tracić siłę rażenia ze względu na odległy harmonogram pełnej integracji. Alternatywą dla rafinerii zarówno z uwagi na czynniki makro jak i mikro pozostaje PGNiG.

Energetyka

Indeks WIG-Energia odchylił się wyraźnie in minus od europejskich spółek „utilities” mimo braku profilu dywidendowego i odwrócenia negatywnych tendencji na TGE. Nadal rekomendujemy kupno Energi, ponadto podnosimy rekomendacje dla PGE i Enei.

Telekomunikacja, media, IT

Po spadkach notowań CPS podwyższamy rekomendację do akumuluj z trzymaj. Pozostajemy pozytywni na OPL, a w mediach na AGO i WPL (większy potencjał wzrostu w AGO). Negatywne postrzegamy NET i ACP. Wśród spółek o mniejszej kapitalizacji naszym zdaniem niedowartościowane są ASE, WAS i ATD.

Przemysł, metale

W 4Q'17 oczekujemy, że wyniki w spółkach przemysłowych będą nadal bez wyraźnej tendencji. Według naszych szacunków w 4Q'17 47% spółek poprawi zeszłoroczne rezultaty i również 47% je pogorszy. Pozytywnych zaskoczeń na wynikach upatrywalibyśmy w spółkach Alumetal i Elemental. Naszymi top-pickami pozostają Amica, Famur, Pfeleiderer i Pozbud. Naszym zdaniem dobrze powinny zachowywać się surowce – korzystnie dla JSW i KGHM.

Budownictwo

Wciąż zalecamy selektywne podejście do sektora, choć dane GUS dla rynku budowlanego oraz wstępne wyniki finansowe Budimex i ZUE nastroją optymistycznie. Naszymi faworytami w ramach sektora są Erbud, Budimex i Elektrobudowa.

Deweloperzy

Sezon wyników 4Q'17 powinien być bardzo udany. Zarządy spółek powinny podtrzymać optymistyczny przekaz na konferencjach wynikowych. Podtrzymujemy przeważanie spółek z sektora.

Handel

Wyniki kilku spółek z sektora handlowego za 4Q'17 negatywnie zaskoczyły inwestorów. Coraz bardziej widoczna jest presja kosztów wynagrodzeń na wyniki. Zalecamy selektywne podejście do sektora oraz wykorzystanie korekty na przeważanie CCC, LPP, DNP, EUR, JMT, MON oraz BTM.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: 1AT, ALR, AMC, BDX, CCC, CIE, DOM, ECH, ELB, ENA, ENG, ERB, EUR, FMF, JMT, JSW, KGH, KOMB, LCC, LPP, PFL, PGE, PGN, POZ, PZU, STL

Negatywne: CDR, LTS, MIL, PKN, PKO

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	60 580	-6,8%	-5%
ATX	3 389	-4,2%	-1%
BUX	36 939	-7,5%	-6%
PX	1 106	-2,0%	+3%
Indeksy sektorowe WIG	1M	YTD	
WIG20	2 314	-7,7%	-6%
mWIG40	4 649	-6,2%	-4%
sWIG80	14 487	-2,9%	-1%
Banki	8 136	-7,8%	-4%
Budownictwo	2 766	+0,5%	-2%
Chemia	13 546	-12,8%	-11%
Energia	2 593	-12,2%	-13%
Górnictwo	4 097	-6,0%	-7%
Informatyka	2 036	-2,2%	-0%
Media	4 898	-2,9%	+2%
Nieruchomości	2 178	-4,6%	-1%
Odzież	6 977	-12,6%	-7%
Paliwa	6 561	-7,4%	-8%
Spożywczy	3 768	-3,5%	+4%
Telekomunikacja	709	-3,2%	-5%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
BZ WBK	kupuj ▲	430,00 PLN ►
CCC	kupuj ▲	286,00 PLN ▼
CEZ	trzymaj ►	506,40 CZK ▼
Ciech	kupuj ►	85,87 PLN ▼
Comarch	trzymaj ►	166,50 PLN ▼
Cyfrowy Polsat	akumuluj ▲	24,90 PLN ▼
Enea	kupuj ▲	12,11 PLN ▼
Energia	kupuj ►	14,71 PLN ▼
Erbud	kupuj ►	29,40 PLN ▲
Eurocash	kupuj ►	31,10 PLN ▼
Famur	kupuj ►	7,28 PLN ▼
Getin Noble Bank	trzymaj ▲	1,50 PLN ►
Grupa Azoty	trzymaj ►	67,13 PLN ▼
Grupa Kęty	trzymaj ►	379,66 PLN ▼
GTC	akumuluj ▲	9,70 PLN ►
ING BSK	akumuluj ▲	212,00 PLN ►
Jeronimo Martins	akumuluj ▲	16,90 EUR ►
JSW	kupuj ►	120,71 PLN ▼
Kernel	trzymaj ►	53,46 PLN ▼
KGHM	akumuluj ►	122,81 PLN ▼
Lotos	redukuj ►	51,08 PLN ▼
LPP	akumuluj ▲	9500 PLN ▲
MOL	trzymaj ►	3027,00 HUF ▼
PGE	kupuj ▲	12,61 PLN ▼
PGNiG	kupuj ►	7,51 PLN ▼
PKN Orlen	sprzedaj ►	80,55 PLN ▼
PKO BP	redukuj ▲	38,00 PLN ►
PZU	kupuj ▲	50,58 PLN ►
Stelmet	kupuj ►	27,72 PLN ▼
Tauron	trzymaj ►	2,98 PLN ▼

Rynek akcji

Zgodnie z naszymi przewidywaniami (*Strategia inwestycyjna 2018*) na rynkach rozpoczęła się głębsza korekta. Jej bezpośrednim powodem była przecena na rynku obligacji w USA i rosnące obawy o wpływ na gospodarkę szybszej ścieżki podwyżek stóp procentowych w 2018 i 2019 roku. W Europie opublikowane zostały dane makro, które rozczarowały inwestorów (szczególnie wskaźniki PMI), a wynik wyborów parlamentarnych we Włoszech był nadal bardzo niepewny. Dodatkowo, Trump zapowiedział wprowadzenie ceł importowych na aluminium i stal, co zapewne wywoła reakcję ze strony Chin i Europy. Wskaźnik optymizmu inwestorów w USA bulls/bears na koniec lutego – pomimo spadku na giełdach – na koniec lutego utrzymywał się na wysokim poziomie (44,7/22,8), co zwykle oznaczało, że korekta może jeszcze się przeciągnąć w czasie.

Podtrzymujemy nasz scenariusz bazowy na kolejne tygodnie. Rynki nadal wspiera napływ nowego kapitału do funduszy ETF dedykowanych rynkowi akcji – szczególnie na rynki wschodzące (EM). Dobre otoczenie makro na świecie i poprawiające się wyniki spółek będą się utrzymywać, co po zakończeniu korekty (pierwsza połowa marca) powinno prowadzić do ponownego wzrostu wartości indeksów w okolice szczytów ze stycznia. Naszym zdaniem będzie to dobry moment na zmniejszanie zaangażowania na rynku akcji. Jak podkreślaliśmy w *Strategii* czynnikiem ryzyka w dłuższym okresie jest poziom zalewarowania zakupów na giełdzie. Na koniec stycznia *margin debt* na rachunkach inwestycyjnych w USA wzrósł do 666 mld USD. Po uwzględnieniu gotówki na rachunkach, pozycja netto (-315 mld USD) stanowi równowartość obrotów ok. 7 dni sesyjnych na S&P500 – w 2000 i 2007 było to maksymalnie 2 dni.

FED, Trump i wybory we Włoszech chłodzą nastroje

Pierwsze wystąpienie Powella – nowego szefa FED – zostało odebrane przez inwestorów jako jastrzębie. Za taką oceną stała przede wszystkim bardziej wyraźna zapowiedź przeciwdziałania przegrzaniu gospodarki, a w efekcie najprawdopodobniej podwyższenie projekcji stóp procentowych na 2019 rok, a być może również na 2018. Obecnie rynki dyskontują czwartą podwyżkę stóp procentowych w br. z prawdopodobieństwem 35%. Naszym zdaniem nieco słabsze dane makro w kolejnych tygodniach będą chłodzić te oczekiwania.

Wraca na wokandę również temat wprowadzenia przez USA (deklaracja Trumpa, 1 marca) ceł na import aluminium (10%) i stal (25%), co może prowadzić do wojny celnej (Chiny zapowiedziały, że w odpowiedzi wprowadzą cła na żywność i samoloty) i ograniczenia wymiany handlowej.

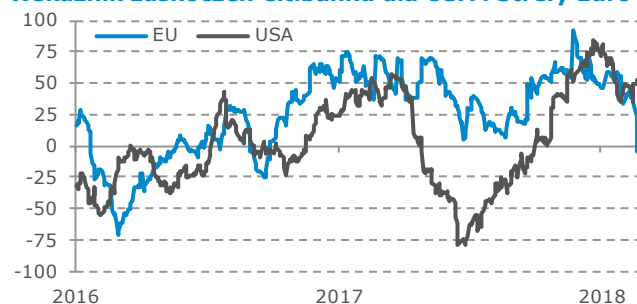
Wybory parlamentarne we Włoszech zakończyły się bez wyraźnych rozstrzygnięć (w chwili przygotowywania tekstu dostępne były tylko wyniki szacunkowe). Zwycięzcą (35-36% poparcia sondażowego badania exit polls) została koalicja partii centroprawicowych, którą jednoczyli byli premier Silvio Berlusconi. Nieco lepszy wynik od przedwyborczych sondaży osiągnął populistyczny Ruch Pięciu Gwiazd (30%), a słabszy dotychczas rządząca centro prawica (ok. 20%). Berlusconi jeszcze przed wyborami na kandydata na premiera wskazał obecnego przewodniczącego Parlamentu Europejskiego – Antonio Tajani, który jednak deklarował, że objęcie przez niego urzędu będzie możliwe, jeśli Rząd zdobędzie większość parlamentarną... na co obecnie się nie zanoszą. Włochy czeka teraz kilka tygodni negocjacji i prób tworzenia koalicji rządowych. Wynik wyborów oznacza, że Włochy nadal będą borykać się z kryzysami i brakiem reform, ale jednocześnie

nie zrealizował się negatywny scenariusz w którym Ruch Pięciu Gwiazd dochodzi do władzy. Biorąc pod uwagę, że inwestorzy sprzedawali akcje przed wyborami, ich wynik powinien mieć neutralny wpływ na rynki.

Słabsze momentum makro

Przed miesiącem zwracaliśmy uwagę, że wysokie w ujęciu historycznym odchylenia dodatnie wskaźników wyprzedzających oznaczają wysokie prawdopodobieństwo odwrócenia momentum danych makro (nadal ekspansja gospodarki, ale w wolniejszym tempie). W USA największym rozczarowaniem była sprzedaż nowych domów oraz słabsze dane o sprzedaży detalicznej. W Europie (we wszystkich dużych gospodarkach Strefy) negatywnie zaskoczyły wskaźniki wyprzedzające PMI zarówno dla przemysłu (58,5 vs. 59,6), jak i usług (56,7 vs. 58,0). Jeszcze dwa miesiące temu, taki zestaw danych zostałby odebrany przez inwestorów pozytywnie (zmniejszenie presji na zacieśnianie polityki monetarnej).

Wskaźnik zaskoczeń Citibanku dla USA i Strefy Euro

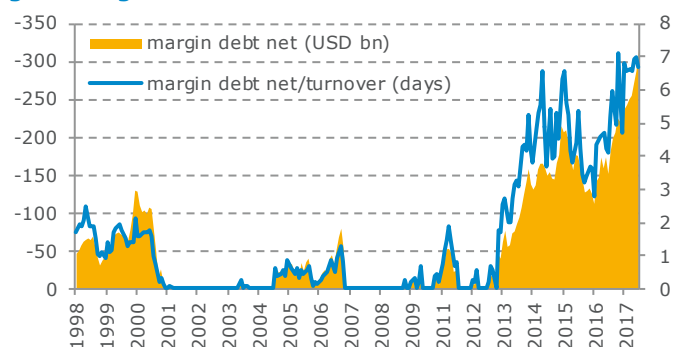


Źródło: Bloomberg

Rośnie zalewarowanie zakupu akcji w USA

W *Strategii inwestycyjnej 2018* wskazaliśmy, że jednym z istotniejszych czynników ryzyka jest poziom zalewarowanych pozycji na akcjach amerykańskich. Według najnowszych danych na koniec stycznia br. poziom *margin debt* na rachunkach inwestycyjnych wzrósł do 666 mld USD (+22,9 mld USD m/m), a pozycja netto (po uwzględnieniu gotówki) do -315 mld USD (-28,5 mld USD m/m). Jak podkreślaliśmy sam poziom lewarowanych zakupów nie wyznacza końca rynku byka, ale w przypadku zmiany sentymentu pokazuje skalę potencjalnej podaży. W wartościach bezwzględnych poziom *margin debt* jest kilkukrotnie wyższy niż w szczytach poprzednich cykli giełdowych. Dla lepszego zobrazowania skali ryzyka odnieśliśmy również wielkość *margin debt* minus *cash* do średniego obrotów na S&P500. Obecnie pozycja netto stanowi równowartość 7 dni obrotu giełdowego – w poprzednich cyklach wynosiła maksymalnie 2 dni (wykres poniżej).

Margin debt minus cash na rachunkach inwestycyjnych w USA – w mld USD i w przeliczeniu na dni obrotu giełdowego na S&P500



Źródło: Dom Maklerski mBanku na podstawie danych FINRA, Bloomberg

ETFy nadal z dużymi napływami kapitału na rynek akcji

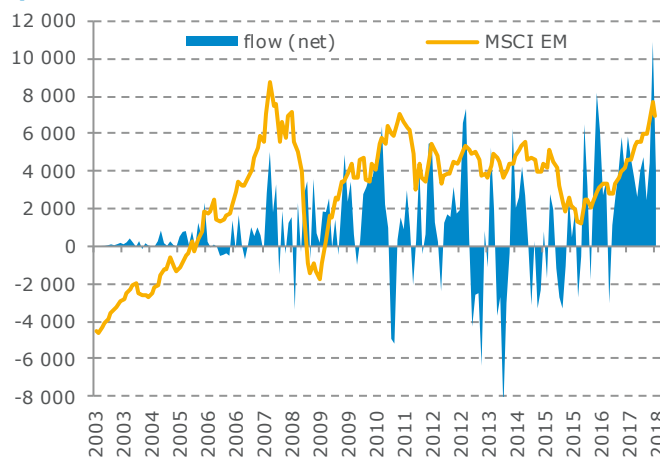
Pomimo spadku cen akcji na giełdach w lutym utrzymały się wysokie napływy kapitału do funduszy ETF dedykowanych rynkowi akcji. Z 10,5 mld USD jakie netto pozyskały akcyjne ETFy aż 4,0 mld USD trafiło do funduszy dedykowanych na rynki wschodzące (w styczniu 10,9 mld USD). Warto przy tym zwrócić uwagę, że napływ w tej ostatniej grupie dotyczył w większym stopniu funduszy ukierunkowanych na LatAm oraz kraje azjatyckie (Korea Płd.). Giełdy w regionie CEE zachowywały się relatywnie słabo, pomimo publikacji dobrych danych makro. Może to sugerować, że fundusze aktywnie zarządzane skracają pozycję na WIG20 czy BUX wykorzystując popyt ze strony ETF.

Nadal uważamy, że ETFy pozostają jednym z głównych czynników ryzyka, jeżeli sentyment na giełdach odwróci się.

Michał Marczak

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

Napływy netto do ETF akcyjnych dedykowanych rynkom EM na tle notowań MSCI EM



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Sektory

Finanse

- Zgodnie z naszymi przewidywaniami prace nad ustawą frankową ruszyły na przełomie lutego oraz marca. Informacja ta została odzwierciedlona w kursie akcji Banku Millennium, który jest potencjalnie najbardziej wrażliwy na skutki ustawy. Potencjał spadku widzimy nadal w PKO BP, a w GNB w momencie wprowadzenia ustawy. Podtrzymujemy nasze zalecenie przeważania banków bez ekspozycji na kredyty CHF, chociażby ze względu na bardziej atrakcyjne wyceny. W bankach bez ekspozycji na kredyty CHF największy potencjał wzrostu widzimy w Alior Banku, a następnie w Pekao, Handlowym oraz ING.
- Wyjątkiem wśród banków ze znaczącą ekspozycją na kredyty CHF jest BZ WBK, którego rekomendację podnosimy do kupuj. Uważamy, że potencjał płynący z akwizycji DB Polska nie został odzwierciedlony w wycenie banku. Ponadto ewentualne wprowadzenie ustawy CHF zredukowałoby naszą cenę docelową o około 20 PLN, co pozostawia bank nadal z potencjałem do wzrostu. Uważamy, że rynek obawia się nawisu podaźowego ze strony Deutsche Bank, ale należy zaznaczyć, że nie powinien on sprzedawać po cenie niższej niż 375 PLN/akcję, która jest wyższa od obecnej wyceny rynkowej.
- Podtrzymujemy naszą rekomendację kupowania walorów Komerčni Banka. Na wskaźniku 2018 P/E Komerčni Banka notowane jest z 26% 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 maj 2019 roku.
- **Kluczowe rekomendacje:** Alior Bank (kupuj), Bank Millennium (sprzedaj), PZU (kupuj), Komerčni Banka (kupuj).

Chemia

- W przypadku indeksów MSCI Chemicals dla Świata i Europy obserwowana w lutym korekta na rynku akcji spowodowała wycenę do poziomów poniżej trzyletnich średnich na wskaźniku P/E (na poziomie 3-letnich średnich na EV/EBITDA).
- Dobre otoczenie gospodarcze w Europie oraz ograniczenia szkodliwej dla środowiska produkcji w Chinach pozytywnie wpływają na wyniki i notowania spółek chemicznych. Z drugiej strony umocnienie EUR do USD pogarsza konkurencyjność produkcji w Europie i budzi obawy o zwiększenie importu z innych lokalizacji.
- Z drugiej strony wyzwaniem dla spółek chemicznych są rosnące ceny surowców energetycznych (węgiel, gaz, ropa naftowa). W przypadku polskich spółek producenci będą się musieli zmierzyć z umocnieniem PLN do USD, gdyż marże są kwotowane w walucie obcej.
- Obecnie naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniany jest Ciech (wyniki w 4Q'17 implikują drugi najwyższy wynik w historii pod względem EBITDA; szansa na podniesienie konsensusu w nadchodzących tygodniach).
- Mimo znaczącej korekty ceny akcji neutralnie podchodzimy do wyceny Grupy Azoty (możliwa presja na wyniki przy rosnących cenach gazu ziemnego w 1Q'18; oczekujemy większej ilości przestojów remontowych w 2018 roku; ambitne plany zakupowe również poza granicami kraju).
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj).

Paliwa

- Umocnienie dolara i redukcja rekordowo wysokich pozycji długich na kontraktach terminowych ściągnęły ceny Brent ponownie poniżej 65 USD/Bbl. Na razie nie widzimy jednak zagrożenia dla naszych średnioterminowych założeń z uwagi na widoczny dalszy spadek globalnych zapasów i korzystny bilans popytowo-podaźowy. Liczymy także na kontynuację odbicia na europejskim rynku gazu po dość słabym początku roku.
- Marże rafineryjne utrzymują się na niskich poziomach już od kilku miesięcy, co jest pochodną normalizacji dynamiki popytu, rosnących zapasów paliw przy wysokiej użyciu mocy rafineryjnych, planowanych coraz większych uruchomień nowych instalacji oraz rekordowego eksportu paliw z Chin, a także spadku rentowności na produktach ciężkich w otoczeniu droższego surowca. Wsparciem w lutym było natomiast odbicie dyferencjału Ural/Brent, które wynikało z sezonowych przestojów w rafineriach i wzrostu dostaw w Primorsku m/m (r/r nadal wyraźnie niższy poziom).
- W petrochemii na razie marże zaskakują in plus, ale oczekujemy, że zaplanowane uruchomienia nowych mocy etylenowych w USA wraz z niekorzystnym kursem EUR/USD będzie wywierać presję na rentowność biznesu w Europie.
- W Polsce wydarzeniem był komunikat o fuzji Orlenu i Lotosu, ale naszym zdaniem powoli kurz opada i ta kwestia będzie tracić wpływ na bieżące notowania spółek ze względu na dość odległy harmonogram transakcji.
- W takim scenariuszu makro utrzymujemy negatywne nastawienie do rafinerii, a jako alternatywę wskazujemy akcje PGNiG, które skorzysta nie tylko na drożejących węglowodorach, ale ma szansę na re-rating i ekspansję wskaźników wyceny (obecnie EV/EBITDA blisko średniej dla polskich spółek energetycznych) w związku ze stabilizacją wyników w obrocie (liberalizacja, zmiana przepisów) i potencjalną wygraną w arbitrażu z Gazpromem. Katalizatorem mogą być również akwizycje na szelfie norweskim.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (redukuj), PKN Orlen (sprzedaj), PGNiG (kupuj).

Energetyka

- W lutym ceny energii w Niemczech nadal znajdowały się pod presją i choć zmiana w stosunku do styczniowego zamknięcia nie była już znacząca (34 EUR/MWh vs. 35 EUR/MWh) to clean dark spread spadał pod ciężarem droższych uprawnień emisyjnych, które dotarły do 10 EUR/t.
- Przy spadającej rentowności wytwarzania oraz negatywnych trendach na rynku obligacji sektor spółek użyteczności publicznej notował odpływ kapitału, co znalazło odzwierciedlenie w branżowych indeksach zarówno w USA jak i Europie. Paradoksalnie najbardziej ucierpiały jednak polskie spółki energetyczne (negatywne odchylenie od wspomnianych indeksów YTD sięga aż 6-8 punktów procentowych), które już od dawna przestały być traktowane jako podmioty dywidendowe.
- Tymczasem na polskim rynku energii tendencje w lutym były raczej pozytywne i po incydentalnie słabym styczniu (rekordowa generacja wiatrowa) ceny spotowe skoczyły do 200 PLN/MWh (średnia styczniowa 162 PLN/MWh) podnosząc również krzywą terminową. W efekcie aktualny hedge 2019 po korekcie o CO₂ jest zbliżony do poziomu zabezpieczeń 2018. Nadal czekamy na parametry (PZM, wskaźniki korygujące moc) pierwszej aukcji rynku mocy (czerwiec) i wydaje się, że przy aktualnym sentymencie (pogorszonym jeszcze przez warsztaty zorganizowane przez PGE) może to być tylko katalizator pozytywny.

- Negatywnie rynek zareagował również na informację o fuzji PKN/LTS, która według interpretacji niektórych może oznaczać wycofanie się PKN z projektu jądrowego, co jest mało prawdopodobne biorąc pod uwagę odległy termin wydatków na elektrownię atomową.
- Zwracamy uwagę, że polski sektor energetyczny kończy właśnie cykl inwestycyjny i zacznie generować dodatni FCF, co pozwoli na wzrost komponentu equity w ramach EV (nawet bez założenia że przełoży się to na dywidendy).
- 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 wciąż realną perspektywę zamrożenia projektu Ostrołęka C. Po ostatnich spadkach znaczny potencjał wzrostowy dostrzegamy w przypadku PGE i Enei, dla których podnosimy rekomendacje do kupuj.
- **Kluczowe rekomendacje:** Enea (kupuj), Energa (kupuj), PGE (kupuj).

Telekomunikacja, media, IT

- Na rynku telko widać wprowadzenie agresywnej kampanii akwizycyjnej klientów przez T-Mobile. Grupa pozyskała netto 22,7 tys. numerów w 4Q'17 (na podstawie raportów UKE). To duża zmiana vs. poprzednie okresy (jeszcze -74,2 tys. w 3Q'16 i -79,4 tys. w 4Q'16). Cyfrowy Polsat także stał się bardziej agresywny.
- Zgodnie z naszymi założeniami, Orange Polska wycofało się z agresywnej walki o klienta (-58,1 tys. numerów netto w 4Q'17). Telekom zmienił podejście do akwizycji klienta – chce wiązać klientów ofertą konwergentną fixed + mobile *Orange Love* w miejsce kosztowych subsydiów.
- Na rynku telekomunikacyjnym widać wyraźne zainteresowanie graczy mobilnych aktywami stacjonarnymi. Na początku grudnia Cyfrowy Polsat przejął 32% udziałów w Netii i ogłosił chęć wezwania do prognozy 66%. Głównym motywem przejęcia jest infrastruktura stacjonarna Netii, a także możliwe synergie w segmencie B2B jak i B2C. Jeszcze w grudniu Orange Polska poinformowało o negocjacjach usługi BSA na sieci FTTH dla T-Mobile. Konsolidacja sektora i współpracy graczy należy naszym zdaniem interpretować pozytywnie.
- W kontekście przejęcia Netii przez Cyfrowy Polsat oraz współpracy T-Mobile i Orange Polska, Play może w ciągu roku zostać jedynym, z wielkiej czwórki MNO, graczem bez nogi stacjonarnej w obszarze B2C miasta. Pojawia się pytanie o przejęcie Play przez UPC. Uważamy, że szybkie taka transakcja jest mało prawdopodobna. UPC świadczy już usługi mobilne, a usługa stacjonarnego Internetu jest uważana za „trzon” oferty. Podkreślamy też, że UPC Austria zostało sprzedane do Deutsche Telekom, co szef grupy DT skomentował jako krok w stronę w pełni konwergentnego operatora. Stąd T-Mobile może być zainteresowane UPC Polska. Sama sprzedaż UPC Austria mogła być podyktowana słabo rozwiniętą częścią mobilną (brak Vodafone w Austrii), co przypomina nam sytuację na rynku polskim.
- Dynamika wydatków na reklamę w Polsce po słabym 2017 r. nie będzie wysoka także w 2018 r. Agencja Zenith spodziewa się w przyszłym roku wzrostu rynku o 1,9%, a Starcom o +2,5%.
- Według szacunków Zenith w 2018 r. pierwszy raz od 4 lat zmniejszą nakłady na reklamę TV (-0,2% R/R), w kolejnych latach ten spadek będzie się pogłębiał. Niższe wydatki na reklamę TV to efekt spadku czasu oglądania telewizji. Z kolei wydatki reklamowe w Internecie w br. urosną o +12,1% R/R, w radiu będą spadać o 1,2% R/R. Branża outdoorowa coraz bardziej odczuwa skutki porządkowania przestrzeni publicznej w wielu miastach powodującej m.in. zmniejszenia liczby dużych nośników. Reklama kinowa zyska +3,8%, a reklama w dziennikach straci 16,9%.
- Na rynku IT widoczny jest start tzw. „mała kontraktacja” od samorządów i szpitali, co przełożyło się na poprawę w wybranych spółkach IT. Z drugiej strony brak dużych przetargów oraz jednocześnie 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).
- Z drugiej strony po pierwszej fali kontraktów publicznych w 4Q'17, w styczniu nie zaobserwowaliśmy dalszego napływu kontraktacji. Co więcej, z powodu rekonstrukcji Rządu oraz zbliżających się wyborów samorządowych sądzimy, że część decyzji o przetargach może być przeciągnięta w czasie.
- Wśród spółek IT o mniejszej kapitalizacji naszym faworytami są ASEE, Atende i Wasko. Neutralne nastawienie mamy do Ailleronu i Asseco BS.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (kupuj), Asseco Poland (redukuj), Agora (kupuj), Atende (przeważaj), Wasko (przeważaj), Asseco SEE (przeważaj).

Przemysł, surowce

- Lutowa korekta na rynku akcji sprowadziła wyceny indeksów MSCI Industrials dla Świata i Europy do poziomów trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Jeszcze miesiąc temu komentowaliśmy, że wysoka premia do średnich może być argumentem do lokalnej korekty. Obecne poziomy wycen spółek przemysłowych są znacznie atrakcyjniejsze, ale obserwowane umocnienie EUR do USD nie sprzyja wynikom generowanym przez producentów zlokalizowanych w Europie.
- W 4Q'17 oczekujemy, że nadal wyniki w spółkach przemysłowych będą bez wyraźnej tendencji. Według naszych szacunków w 4Q'17 47% spółek poprawi zeszłoroczne rezultaty i równe 47% je pogorszy. Pozytywnych zaskoczeń upatrywalibyśmy w spółkach Alumetal, Elemental i Stelmet. Negatywnych zaskoczeń oczekiwaliśmy w Apator i Forte, a szacunkowe dane potwierdziły nasze obawy.
- Największym wyzwaniem dla spółek w 2018 roku będzie umocnienie PLN do EUR. Naszym zdaniem nadal rosnąć będą ceny surowców i wynagrodzenia, ale te dwa ostatnie czynniki mniej dynamicznie niż miało to miejsce w 2017 roku. Przy wzroście kosztów zatrudnienia firmy w coraz większym stopniu powinny decydować się na inwestycje w automatyzację produkcji.
- Ze średnich spółek wśród naszych top picków obecnie wymienilibyśmy Amica (podwyżki cenników w 3Q'17, nowy magazyn daje oszczędności na 10-12 mln PLN na 2018 rok, atrakcyjna wycena na tle sektora - patrz strona 8), Famur (rosnący portfel zamówień; wzrost cen węgla i surowców) oraz Pfeleiderer Group (wyraźny trend wzrostu cen płyty drewnopochodnej w Europie; niska baza rezultatów w 2017 roku). Z mniejszych natomiast Cognor (oczekujemy dobrych wyników za 4Q'17, wyraźna poprawa marży na produktach - prętach żebrowanych) oraz Pozbud (4xP/E na 2019 rok).
- Z uwagi na obserwowane umocnienie PLN do USD z ostrożnością podchodzimy do wyceny Ursus (obawy o rentowność na kontraktach eksportowych do Afryki). Dodatkowo od początku roku właściciel sprzedał akcje za 6,8 mln PLN (2,9% akcji w obrocie).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Famur (kupuj), Pfeleiderer Group (przeważaj), Pozbud (przeważaj), Stelmet (kupuj).

Surowce

- W 2018 roku pozytywnie na sentyment do miedziowych producentów wpływają informacje odnośnie możliwych przestoju produkcji. Według nich w bieżącym roku na świecie około 30-38 układów pracowniczych w kopalniach miedzi może być przedmiotem renegotjacji. Kopalnie w których obęda się rozmowy płacowe odpowiadają za 5-7 mln ton produkcji miedzi w skali roku (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 negocjacji będzie mieć miejsce w Chile i Peru, które odpowiadają za około 40% światowej produkcji miedzi.
- Rosnąca liczba rejestracji samochodów elektrycznych pozytywnie przekłada się na notowania miedzi. Samochody o tym napędzie wykorzystują 4-krotnie więcej surowca niż spalinowe, co powoduje, że w perspektywie 2030 roku popyt na miedź ze strony branży samochodowej wzrośnie o 2,5-3 mln ton (łącznie bieżąca światowa produkcja, to 23-24 mln ton).
- Według ICSG produkcja rafinowanej miedzi w 2017 roku spadła o 0,5% r/r, a jej wykorzystanie wzrosło o 0,6% r/r. Deficyt surowca w całym roku wyniósł 195 tys. ton. Rynek oczekuje, że w obliczu czasowych przerw w wydobyciu miedzi deficyt miedzi na świecie może się zwiększyć w 2018 roku.
- W obliczu planowych zamknięć nieefektywnych kopalni Chiny ograniczyły produkcję węgla kamiennego o około 440 mln ton w okresie 2016 i 2017 roku (dla porównania wykorzystanie węgla koksowego na poczet hut wyniesie około 450 mln ton). W efekcie użycie węgla koksowego importowanego do Chin w I-XI'17 według naszych szacunków zaspokajało 15,2% potrzebnych dostaw wobec 13,4% w analogicznym okresie 2016 roku. Zwiększenie zależności Chin od importu węgla koksowego spowodowało, że ceny zaczęły być bardzo wrażliwe na wszelkiego rodzaju utrudnienia w jego transporcie.
- Wysoka produkcja stali na świecie (duża ilość globalnie prowadzonych projektów infrastrukturalnych) oraz zwiększające się obciążenie mocy produkcyjnych pozytywnie przekłada się na ceny stali. Obecnie marże na produkcji podstawowych wyrobów dla producentów wielkopiecowych (BOF) są na najwyższym od trzech lat poziomie (brak ryzyka presji na koszty wsadów – koks i rudy).
- Wprowadzane od 2016 roku cła na import wyrobów stalowych do UE (39 ceł importowych) pozytywnie przełożyły się na rentowność europejskiego sektora stalowego. W efekcie zminimalizowano ryzyko zamykania hut stali na Starym Kontynencie. Obecnie JSW zaspokaja około 18-22% europejskiego zapotrzebowania na węgiel koksujący.
- W końcówce lutego ceny stali reagowały wzrostami na informację o planowanym ograniczeniu produkcji stali w regionie Tangshan (Chiny) w okresie 16'III-14'XI (nawet po okresie przestoju zimowych). Region Tangshan odpowiada za 12% produkcji stali w Chinach. Zapowiedzi ograniczenia mocy pozytywnie wpływały na notowania wyrobów ze stali.
- Głównym wyzwaniem dla spółek wydobywczych w 2018 roku będzie presja po stronie wynagrodzeń (przywrócenie przywilejów pracowniczych w JSW, 6% wzrost wynagrodzeń w KGHM, trudne negocjacje płacowe w Sierra Gorda w 2H'18 przy odnowieniu porozumienia ze związkami). Z drugiej strony polskim spółkom górniczym nie sprzyja umacniająca się PLN do USD (metale notowane w USD).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** KGHM (akumuluj), JSW (kupuj).

Budownictwo

- W I'18 produkcja budowlana w Polsce wzrosła o 35% r/r, odnotowując najsilniejszy wzrost od 2007 r. Wskaźnik ogólnego klimatu w budownictwie wzrósł w II'18 o 10 pkt. r/r (najlepszy luty od 2008 r.). Wśród barier działalności gwałtownie spada konkurencja przy względnej stabilizacji barier związanych z rynkiem pracy. Dane GUS są lekko optymistyczne, szczególnie w kontekście Budimeksu.
- II'18 był pierwszym miesiącem od III'17, w którym indeks WIG-Budownictwo zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku. Spółki budowlane „uklepują dotek” czwartym miesiącem z rzędu. Sektor jest notowany na medianie P/E=11,9x oraz EV/EBITDA=5,6x na 2018. Oczekiwania rynku są zawieszane nisko, co zmniejsza ryzyko negatywnych zaskoczeń w sezonie publikacji wyników za 4Q'17. Pierwsze wyniki były zbliżone do oczekiwań (Unibep) lub powyżej nich (ZUE, Budimex).
- Podtrzymujemy nasze top-picki ze strategii (BDX, ELB, ERB), szczególnie zwracając uwagę na przeceniony w lutym ERB.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Erbud (kupuj), Budimex (kupuj), Elektrobudowa (kupuj).

Deweloperzy

- Wydarzeniem lutego było podniesienie ceny w wezwaniu oraz transakcja zakupu Robyga na mnożnikach P/B=1,8x oraz P/E'18-19=8,5x. Względem siedmiu preferowanych deweloperów (ARH, 1AT, DOM, ECH, I2D, LCC, LKD) oznacza to 50% premii na P/B oraz 27% premii na P/E. Transakcja uwolniła do inwestorów ok. 1 mld PLN gotówki.
- W 4Q deweloperzy mieszkaniowi rozliczyli w wynikach łącznie 44% więcej mieszkań r/r. Wzrost przekazał przełoży się na ponad 50% wzrost ZN w 9 pokrywanych przez nas spółkach mieszkaniowych. Największej dodatniej dynamiki spodziewamy się w Atalu, i2 Development (+215% r/r), Lokum (+62% r/r), Dom Development (+37% r/r).
- Otoczenie rynkowe pozostaje wyjątkowo sprzyjające. Spodziewamy się pozytywnego wydźwięku marcowych konferencji wynikowych (silny popyt oraz wzrost cen mieszkań w 1Q).
- W oparciu o Regresję P/B-ROE relatywnie najtańszymi deweloperami pozostają I2D oraz LKD. Spadek kursu LCC nie ma według nas uzasadnienia fundamentalnego, a spółka pozostaje najtańszą spośród liderów rynku. Wciąż preferujemy ECH względem GTC mimo różnicy w stopie zwrotu YTD.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dom Development (kupuj), Echo Investment (kupuj), LC Corp (kupuj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj), i2 Development (przeważaj).

Handel

- Od marca 2018 roku obowiązuje ustawa zakazu handlu w niedzielę. 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 4Q'17 (średnio 15% r/r) powinna pozytywnie wpłynąć na koszty zakupu kolekcji wiosna-lato'17 w spółkach odzieżowych i obuwniczych. Największymi beneficjentami powinny być: LPP oraz Monnari (około 85% COGS rozliczane w USD), CCC (około 45% COGS) oraz Vistula i Bytom (około 30% COGS) oraz TXM (około 20% COGS). Pozytywny wpływ na rentowność sprzedaży powinien być widoczny w okresie III-VIII'18. 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 2H'18 (korzystne koszty zakupu kolekcji jesień-zima).
- Naszym zdaniem atrakcyjnie wycenione jest CCC, które pomimo słabego sezonu jesień-zima'17 oferuje atrakcyjne perspektywy wzrostu w średnim terminie rozwijając dynamicznie kanał e-commerce (platforma eobuwie.pl).
- Dalsza poprawa lfl, sprzyjający kurs USDPLN oraz dynamiczny rozwój e-commerce powinny pozytywnie wpływać na dynamikę wyników LPP w 2018 roku.
- Z mniejszych spółek uważamy, że potencjał do wzrostu mają Monnari (beneficjent osłabienia się USDPLN r/r) oraz Bytom (powrót do skutecznej strategii cenowej oraz korzyści związane z FX) oraz TXM (oczekujemy odbudowy efektywności sprzedaży przy utrzymaniu relatywnie stabilnych kosztów SG&A).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dino (kupuj), Eurocash (kupuj), CCC (kupuj), TXM (kupuj), JMT (akumuluj), LPP (akumuluj), 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
Finanse						+11,8%	13,5	11,7		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	80,90	+34,7%	20,3	11,0		
BZ WBK	kupuj	2018-03-05	357,80	430,00	357,80	+20,2%	16,0	14,1		
Getin Noble Bank	trzymaj	2018-03-05	1,45	1,50	1,45	+3,4%	-	-		
Handlowy	akumuluj	2018-02-01	84,70	94,00	81,90	+14,8%	20,0	16,9		
ING BSK	akumuluj	2018-03-05	198,00	212,00	198,00	+7,1%	18,4	16,4		
Millennium	sprzedaj	2018-02-01	9,59	7,00	8,25	-15,2%	14,7	13,9		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	128,30	+22,4%	13,6	15,4		
PKO BP	redukuj	2018-03-05	42,20	38,00	42,20	-10,0%	16,7	15,9		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	918,00	+21,0%	11,6	11,7		
Erste Bank	trzymaj	2018-02-02	40,64	40,00 EUR	41,45	-3,5%	13,5	12,6		
OTP Bank	akumuluj	2018-02-02	11 560	12 090 HUF	11 090	+9,0%	10,5	11,2		
PZU	kupuj	2018-03-05	41,55	50,58	41,55	+21,7%	13,4	10,7		
GetBack	kupuj	2017-11-30	23,00	33,38	12,96	+157,6%	4,5	3,5		
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	207,60	+45,0%	12,9	11,0		
Prime Car Management	kupuj	2018-02-02	28,80	35,30	26,60	+32,7%	8,3	7,3		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-02-02	30,60	56,30	31,50	+78,7%	9,1	7,6		
Chemia						+33,5%	7,7	7,6	5,0	6,0
Ciech	kupuj	2018-03-05	55,90	85,87	55,90	+53,6%	7,7	7,6	5,0	4,8
Grupa Azoty	trzymaj	2018-03-05	56,55	67,13	56,55	+18,7%	10,8	13,3	5,6	6,0
Polwax	kupuj	2018-02-02	11,05	18,80	10,90	+72,5%	6,5	5,7	5,0	6,4
Paliwa						+7,1%	6,4	11,6	4,2	5,4
Lotos	redukuj	2018-03-05	56,30	51,08	56,30	-9,3%	5,8	13,0	4,3	6,2
MOL	trzymaj	2018-03-05	2 718	3 027 HUF	2 718	+11,4%	6,6	10,1	4,1	4,5
PGNiG	kupuj	2018-03-05	5,98	7,51	5,98	+25,6%	11,8	8,4	5,4	4,1
PKN Orlen	sprzedaj	2018-03-05	95,20	80,55	95,20	-15,4%	6,1	13,6	4,0	7,5
Energetyka						+12,5%	5,0	5,5	4,0	4,2
CEZ	trzymaj	2018-03-05	495,00	506,40 CZK	495,00	+2,3%	13,9	16,6	7,6	7,3
Enea	kupuj	2018-03-05	10,36	12,11	10,36	+16,9%	4,3	5,5	4,3	4,2
Energa	kupuj	2018-03-05	10,11	14,71	10,11	+45,5%	5,0	5,1	4,0	3,9
PGE	kupuj	2018-03-05	10,28	12,61	10,28	+22,7%	7,3	6,6	3,6	3,9
Tauron	trzymaj	2018-03-05	2,69	2,98	2,69	+10,8%	3,4	4,2	3,9	4,6
Telekomunikacja, media, IT						+7,2%	29,3	22,3	7,9	6,6
Netia	redukuj	2018-02-02	5,30	4,60	5,25	-12,4%	44,9	47,8	5,4	6,1
Orange Polska	kupuj	2017-12-12	5,39	7,30	5,67	+28,7%	-	24,8	5,0	4,7
Play	trzymaj	2018-01-25	33,20	34,70	32,70	+6,1%	21,4	9,0	7,9	6,3
Agora	kupuj	2018-01-26	13,15	18,90	13,45	+40,5%	-	25,5	20,3	4,6
Cyfrowy Polsat	akumuluj	2018-03-05	22,80	24,90	22,80	+9,2%	13,7	11,7	7,4	6,6
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-02-02	51,80	56,10	52,40	+7,1%	37,9	20,7	13,6	10,8
Asseco Poland	redukuj	2018-02-02	45,62	44,00	45,70	-3,7%	6,4	15,3	7,9	6,9
CD Projekt	sprzedaj	2018-02-02	115,00	90,00	105,90	-15,0%	51,5	77,7	41,3	61,0
Comarch	trzymaj	2018-03-05	155,00	166,50	155,00	+7,4%	29,3	22,3	13,1	8,8
Przemysł, surowce						+21,5%	10,0	11,6	7,5	7,6
Famur	kupuj	2018-03-05	6,10	7,28	6,10	+19,3%	70,4	18,3	12,4	8,2
Grupa Kęty	trzymaj	2018-03-05	352,50	379,66	352,50	+7,7%	13,2	12,8	9,0	8,4
JSW	kupuj	2018-03-05	92,80	120,71	92,80	+30,1%	5,0	4,9	2,6	2,2
Kemel	trzymaj	2018-03-05	48,80	53,46	48,80	+9,5%	6,6	11,2	5,3	7,4
KGHM	akumuluj	2018-03-05	102,50	122,81	102,50	+19,8%	6,7	5,9	6,1	3,9
Stelmet	kupuj	2018-03-05	17,15	27,72	17,15	+61,6%	25,9	12,0	11,9	7,8
Budownictwo						+23,6%	10,8	9,8	4,3	5,8
Budimex	kupuj	2018-02-02	197,80	246,00	202,00	+21,8%	11,1	13,0	4,8	6,9
Elektrobudowa	kupuj	2018-02-02	81,20	113,00	88,00	+28,4%	6,9	10,2	3,6	5,1
Erbud	kupuj	2018-03-05	21,30	29,40	21,30	+38,0%	10,4	9,3	3,9	4,4
Unibep	kupuj	2018-02-02	8,60	10,80	8,20	+31,7%	11,3	9,3	9,0	6,5
Deweloperzy						+21,4%	9,4	8,8	9,2	8,5
Atal	akumuluj	2018-02-02	42,40	49,20	43,50	+13,1%	9,4	8,8	8,2	7,8
Capital Park	kupuj	2018-02-02	5,95	8,42	5,40	+55,9%	-	10,7	-	17,4
Dom Development	kupuj	2018-02-02	82,00	103,00	85,00	+21,2%	11,1	8,8	9,2	7,2
Echo	kupuj	2018-02-02	5,05	6,31	5,10	+23,7%	6,9	6,9	12,5	8,3
GTC	akumuluj	2018-03-05	8,64	9,70	8,64	+12,3%	6,6	10,6	8,9	14,7
LC Corp	kupuj	2018-02-02	3,10	3,74	2,79	+34,1%	11,5	6,8	16,5	8,6
Handel						+12,7%	36,0	23,5	17,4	13,3
AmRest	trzymaj	2018-02-02	425,00	407,00	413,50	-1,6%	49,4	39,3	16,7	13,3
CCC	kupuj	2018-03-05	243,00	286,00	243,00	+17,7%	32,8	24,6	19,5	15,5
Dino	kupuj	2018-02-02	85,00	95,40	83,00	+14,9%	38,8	27,4	22,9	17,0
Eurocash	kupuj	2018-03-05	21,99	31,10	21,99	+41,4%	-	23,1	14,2	7,5
Jeronimo Martins	akumuluj	2018-03-05	15,17	16,90 EUR	15,17	+11,4%	24,7	19,8	10,5	8,8
LPP	akumuluj	2018-03-05	8 620	9 500	8 620	+10,2%	36,0	23,5	18,2	13,7
TXM	kupuj	2018-02-02	2,36	5,41	2,34	+131,2%	-	13,1	-	6,8
Inne						+4,4%	11,8	10,7	7,8	7,1
PBKM	trzymaj	2018-02-02	73,00	76,00	72,80	+4,4%	11,8	10,7	7,8	7,1

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2017	2018	2017	2018
Spółki IT						19,9	14,9	7,5	6,5
Ailleron	równoważ	2018-01-30	17,60	17,10	-2,8%	23,8	20,2	12,3	9,7
Asseco BS	równoważ	2018-01-30	28,90	28,60	-1,0%	19,9	17,0	13,3	11,4
Asseco SEE	przeważaj	2018-01-30	13,25	13,00	-1,9%	12,6	12,2	5,8	5,4
Atende	przeważaj	2018-01-30	4,85	4,46	-8,0%	14,1	11,5	7,5	6,5
Wasko	przeważaj	2018-01-30	2,24	2,10	-6,3%	33,8	14,9	7,5	5,3
Spółki przemysłowe						13,6	11,9	8,3	6,6
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	53,10	+13,0%	12,8	11,4	9,7	8,5
Amica	przeważaj	2018-01-05	130,00	131,00	+0,8%	7,0	7,0	6,6	5,7
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	24,50	+2,1%	15,6	12,7	8,5	7,6
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	9,72	-1,3%	10,9	12,4	8,4	7,8
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	2,00	-21,6%	9,2	6,1	6,9	5,2
Ergis	równoważ	2018-01-29	4,77	4,08	-14,4%	7,8	7,6	5,7	5,4
Forte	równoważ	2018-02-02	43,00	55,00	+27,9%	19,6	14,4	14,4	11,1
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	72,00	+13,4%	27,7	23,1	14,2	12,3
Mangata	równoważ	2016-10-26	112,55	98,00	-12,9%	14,5	12,8	8,2	7,4
Pfleiderer Group	przeważaj	2017-11-08	36,65	38,10	+4,0%	42,2	17,6	7,4	5,8
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,86	+29,5%	14,9	6,9	10,2	5,7
Tarczyński	równoważ	2018-01-29	13,05	13,85	+6,1%	9,2	10,0	5,5	5,7
Budownictwo						20,7	12,3	8,4	5,5
Elektrotim	przeważaj	2017-11-16	7,61	9,00	+18,3%	22,7	10,3	8,1	5,1
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,50	-4,6%	52,2	11,7	8,7	5,8
Torpol	równoważ	2018-02-02	7,98	7,88	-1,3%	-	12,3	18,7	5,1
Trakcja	równoważ	2018-02-02	7,24	7,10	-1,9%	12,9	17,6	5,2	6,8
Ulma	równoważ	2017-11-27	73,90	60,50	-18,1%	18,7	12,4	3,7	3,5
ZUE	równoważ	2018-02-02	6,18	6,30	+1,9%	-	17,6	10,6	8,0
Deweloperzy						14,6	7,6	14,5	8,7
Archicom	przeważaj	2018-01-25	15,75	15,70	-0,3%	7,2	7,3	6,8	7,1
BBI Development	równoważ	2018-02-02	0,70	0,71	+1,4%	-	16,8	-	13,7
i2 Development	przeważaj	2018-01-12	14,90	16,30	+9,4%	14,6	4,4	20,1	5,4
JWC	równoważ	2018-01-25	4,41	4,40	-0,2%	15,2	7,9	10,7	7,1
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-01-25	18,00	17,70	-1,7%	7,5	6,0	6,9	5,3
PA Nova	równoważ	2018-02-28	23,30	23,30	+0,0%	9,1	7,0	14,5	10,3
Polnord	równoważ	2018-02-02	10,50	8,91	-15,1%	38,4	14,7	33,8	33,5
Ronson	niedoważaj	2018-02-02	1,45	1,40	-3,4%	22,4	12,9	21,1	14,8
Handel						18,7	14,1	11,4	8,5
Bytom	przeważaj	2017-11-28	2,50	3,08	+23,2%	18,7	14,0	11,7	8,7
Gino Rossi	równoważ	2017-11-28	1,29	1,14	-11,6%	-	30,3	11,0	8,3
Monnari	przeważaj	2017-11-28	8,21	10,00	+21,8%	17,2	12,6	9,3	7,0
Vistula	równoważ	2018-02-02	5,16	4,84	-6,2%	19,2	14,2	11,8	9,2

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

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

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

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

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

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

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

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie 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 marca 2018 o godzinie 8:50.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 marca 2018 o godzinie 8:50.

Niniejsze opracowanie stanowi skróconą wersję pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elizab, Enea, Energia, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, Lotos, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Neftia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

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. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny 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.

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy

Agora				
rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-01-26	2017-11-23	2017-10-02	2017-07-25
cena docelowa (PLN)	18,90	18,00	18,80	18,80
kurs z dnia rekomendacji	13,15	15,20	17,10	15,28

Ailleron		
rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,60	18,73

Alior Bank			
rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-01	2018-01-05	2017-03-16
cena docelowa (PLN)	109,00	90,00	90,00
kurs z dnia rekomendacji	85,50	78,10	71,97

Alumetal			
rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-07-31	2017-04-28	2017-03-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	46,99	64,00	59,67

Amica	
rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	130,00

AmRest			
rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	407,00	422,00	422,00
kurs z dnia rekomendacji	425,00	403,00	357,00

Apator			
rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-02-28	2017-07-31	2017-04-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	24,00	31,29	35,05

Archicom	
rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	15,75

Asseco BS		
rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	28,90	26,29

Asseco Poland						
rekomendacja	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20	2017-04-27
cena docelowa (PLN)	44,00	44,80	44,80	44,00	44,80	48,79
kurs z dnia rekomendacji	45,62	44,47	47,00	44,54	47,23	54,70

Asseco SEE		
rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	13,25	11,45

Atal				
rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-10
cena docelowa (PLN)	49,20	45,00	44,10	44,10
kurs z dnia rekomendacji	42,40	40,40	40,00	34,89

Atende		
rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,85	4,46

BBI Development		
rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-02-02	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,70	0,73

Boryszew	
rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-30
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	9,85

Budimex			
rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-07-24	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	246,00	267,00	238,40
kurs z dnia rekomendacji	197,80	229,50	275,65

Bytom			
rekomendacja	przeważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,50	2,67	2,37



BZ WBK

rekomendacja	kupuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	430,00	430,00	377,87	377,87	400,10	332,34
kurs z dnia rekomendacji	357,80	420,00	370,00	358,50	369,60	351,25

Capital Park

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	8,42
kurs z dnia rekomendacji	5,95

CCC

rekomendacja	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	286,00	295,00	292,00	292,00	308,00	294,00
kurs z dnia rekomendacji	243,00	281,00	293,00	239,85	276,00	262,20

CD Projekt

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	90,00	74,34	59,90
kurs z dnia rekomendacji	115,00	116,25	83,40

CEZ

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27
cena docelowa (CZK)	506,40	532,50	548,60	512,33	512,33	468,78	453,01
kurs z dnia rekomendacji	495,00	530,00	490,70	481,30	441,30	416,00	399,00

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-24
cena docelowa (PLN)	85,87	90,13	79,54	77,07	82,00	82,00
kurs z dnia rekomendacji	55,90	61,25	65,16	62,73	69,69	81,00

Comarch

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-27	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	166,50	180,00	205,00	185,00	195,00	195,00	205,00
kurs z dnia rekomendacji	155,00	177,00	178,30	163,50	178,50	195,00	223,00

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2018-03-05	2018-01-31	2017-11-03	2017-08-29
cena docelowa (PLN)	24,90	25,70	24,40	24,40
kurs z dnia rekomendacji	22,80	24,70	24,58	27,80

Dino

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2018-01-18
cena docelowa (PLN)	95,40	95,40
kurs z dnia rekomendacji	85,00	80,00

Dom Development

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-05-12
cena docelowa (PLN)	103,00	101,10	81,70	81,70
kurs z dnia rekomendacji	82,00	82,25	76,10	70,20

Echo

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-03
cena docelowa (PLN)	6,31	6,42	6,64	6,64
kurs z dnia rekomendacji	5,05	5,19	5,21	6,26

Elektrobudowa

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-05-08	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	113,00	134,00	146,00	146,00
kurs z dnia rekomendacji	81,20	109,50	120,55	139,90

Elektrotim

rekomendacja	przeważaj	niedoważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2017-11-16	2017-10-24	2017-09-14	2017-03-06
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,61	9,76	11,98	15,07

Elemental

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-08-31
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	2,55

Enea

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	12,11	12,98	12,82	12,82	14,59	15,23	12,60
kurs z dnia rekomendacji	10,36	11,07	12,19	11,89	14,80	15,25	13,14

Energia

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-21	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	14,71	15,20	14,97	14,81	14,49	13,50	13,20	10,71
kurs z dnia rekomendacji	10,11	12,21	12,60	12,09	13,40	13,64	11,65	10,87

Erbud

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2017-12-15	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	29,40	28,70	29,80	31,30	33,50	33,50
kurs z dnia rekomendacji	21,30	20,60	24,70	26,00	31,50	32,98

Ergis

rekomendacja	równoważ
data wydania	2018-01-29
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	4,77

Erste Bank

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (EUR)	40,00	35,98	35,98
kurs z dnia rekomendacji	40,64	35,50	32,67

Eurocash

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	31,10	32,30	38,30	44,30	47,60
kurs z dnia rekomendacji	21,99	26,04	27,48	38,62	39,14

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01	2017-07-20
cena docelowa (PLN)	7,28	7,29	7,24	6,84	6,95
kurs z dnia rekomendacji	6,10	6,20	6,18	5,81	5,84

Forte

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-29	2017-08-31
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	43,00	49,10	74,02

GetBack

rekomendacja	kupuj
data wydania	2017-11-30
cena docelowa (PLN)	33,38
kurs z dnia rekomendacji	23,00

Getin Noble Bank

rekomendacja	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-01	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	1,50	1,50	1,27	1,27
kurs z dnia rekomendacji	1,45	1,83	1,61	1,28

Gino Rossi

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-11-28	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,29	1,78

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-07-03	2017-06-23	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	67,13	73,42	73,64	78,52	80,77	69,60	74,30	74,30	74,30	73,90
kurs z dnia rekomendacji	56,55	72,00	74,40	71,30	79,80	68,90	72,08	63,30	67,50	63,01

GTC

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-08-02
cena docelowa (PLN)	9,70	9,70	10,00	9,59
kurs z dnia rekomendacji	8,64	9,67	9,90	9,62

Handlowy

rekomendacja	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-02-01	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	94,00	85,00
kurs z dnia rekomendacji	84,70	83,70

Herkules

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-01-25	2017-10-24	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,67	3,60	4,17

i2 Development

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-01-12
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	14,90

ING BSK

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	212,00	212,00	152,39	152,39
kurs z dnia rekomendacji	198,00	220,00	203,00	171,00

Jerónimo Martins

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08
cena docelowa (EUR)	16,90	16,90	17,10	17,10	17,10	16,90
kurs z dnia rekomendacji	15,17	17,12	16,50	15,85	16,76	17,09

JSW

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-03-05	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	120,71	122,30
kurs z dnia rekomendacji	92,80	101,00

JWC

rekomendacja	równoważ
data wydania	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	4,41



Kernel

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	53,46	53,47	57,20	58,70	71,74	73,90
kurs z dnia rekomendacji	48,80	50,90	47,51	48,25	60,70	68,33

Grupa Kęty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	379,66	391,41	390,72	414,09
kurs z dnia rekomendacji	352,50	385,00	408,00	402,10

KGHM

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	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	
cena docelowa (PLN)	122,81	128,62	114,71	103,08	103,08	124,12	130,96	132,22	132,22	132,22	132,22	
kurs z dnia rekomendacji	102,50	111,50	113,10	100,00	114,25	117,40	126,10	121,00	110,65	120,10	131,50	

Komercni Banka

rekomendacja	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-12-01	2017-09-01
cena docelowa (CZK)	1111,00	1111,00
kurs z dnia rekomendacji	899,00	966,50

Kruk

rekomendacja	kupuj	kupuj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	300,94	340,17	308,06	219,64
kurs z dnia rekomendacji	222,20	293,45	340,95	293,85

Kruszwica

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-03-29
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	63,50

LC Corp

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-09-26
cena docelowa (PLN)	3,74	3,54
kurs z dnia rekomendacji	3,10	2,69

Lokum Deweloper

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-01-25	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	18,00	16,30

Lotos

rekomendacja	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-29	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	51,08	52,67	51,53	51,53	51,61	51,61	48,25
kurs z dnia rekomendacji	56,30	57,78	58,48	61,66	66,37	59,75	58,86

LPP

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	sprzedaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-20	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	9500,00	9400,00	9900,00	8200,00	8400,00	8800,00	7400,00	5300,00
kurs z dnia rekomendacji	8 620,00	9 790,00	9 990,00	8 173,95	8 172,05	8 696,65	6 700,00	6 635,25

Mangata

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-10-26
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	112,55

Millennium

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2018-02-01	2017-05-08	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	7,00	5,81	5,81
kurs z dnia rekomendacji	9,59	7,06	6,67

MOL

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (HUF)	3027,00	3152,00	3104,00	3077,00	2865,00
kurs z dnia rekomendacji	2 718,00	3 080,00	3 121,00	3 000,00	2 977,50

Monnari

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	8,21	8,93	7,89

Netia

rekomendacja	redukuj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	4,60	4,00
kurs z dnia rekomendacji	5,30	3,90

Orange Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-12-12	2017-06-30	2017-03-09
cena docelowa (PLN)	7,30	7,10	6,90
kurs z dnia rekomendacji	5,39	5,15	4,67

OTP Bank

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (HUF)	12090,00	10901,00	10901,00	10901,00	10901,00	10901,00
kurs z dnia rekomendacji	11 560,00	10 960,00	10 055,00	10 715,00	9 895,00	10 445,00

PA Nova

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-02-28	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	23,30	24,00

PBKM

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	76,00	71,00	71,00	66,30	63,90	70,00
kurs z dnia rekomendacji	73,00	69,60	63,00	63,00	54,50	60,50

Prime Car Management

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	35,30
kurs z dnia rekomendacji	28,80

Pekao

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-02-01	2017-07-18	2017-07-03	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	157,00	145,42	137,42	146,10
kurs z dnia rekomendacji	135,90	131,25	124,80	134,60

Pfleiderer Group

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-08
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	36,65

PGE

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	12,61	13,30	13,20	13,61	14,98	14,46	14,46
kurs z dnia rekomendacji	10,28	11,87	11,93	13,30	14,27	13,29	12,29

PGNiG

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02
cena docelowa (PLN)	7,51	7,65	7,73	7,73	7,73	7,57	7,25
kurs z dnia rekomendacji	5,98	6,58	6,03	6,63	6,79	6,83	6,75

PKN Orlen

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	80,55	82,84	81,80	86,55	81,50
kurs z dnia rekomendacji	95,20	107,90	121,60	121,70	117,90

PKO BP

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01
cena docelowa (PLN)	38,00	38,00	31,20
kurs z dnia rekomendacji	42,20	45,66	42,30

Play

rekomendacja	trzymaj
data wydania	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	34,70
kurs z dnia rekomendacji	33,20

Polnord

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-02-02	2017-12-27	2017-05-16
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	10,50	8,70	10,00

Polwax

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	18,80	20,56	20,53
kurs z dnia rekomendacji	11,05	11,95	13,54

Pozbud

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-13
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	2,98

PZU

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01	2017-07-18
cena docelowa (PLN)	50,58	50,58	51,83	51,83	51,83
kurs z dnia rekomendacji	41,55	44,17	45,00	48,50	44,19

Ronson

rekomendacja	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-02-02	2017-03-06
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,45	1,80

Skarbiec Holding

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	56,30
kurs z dnia rekomendacji	30,60

Stelmet

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-09-01	2017-07-17
cena docelowa (PLN)	27,72	28,37	28,94	30,50
kurs z dnia rekomendacji	17,15	19,20	22,20	22,51



Tarczyński

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2018-01-29	2017-11-20	2017-05-31
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	13,05	11,00	11,20

Tauron

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	2,98	3,38	3,23	3,64	3,89	3,67	3,03
kurs z dnia rekomendacji	2,69	3,08	3,10	3,75	3,92	3,65	3,35

Torpol

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,98	8,16	8,55	10,93	12,05

Trakcja

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,24	7,56	7,69	10,30	12,80

TXM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-08	2017-03-09
cena docelowa (PLN)	5,41	5,74	5,77	6,10	6,25	6,95
kurs z dnia rekomendacji	2,36	2,02	1,99	2,97	4,00	5,50

Ulma

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	73,90

Unibep

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	10,80	10,80	14,00	15,40
kurs z dnia rekomendacji	8,60	9,76	9,90	12,20

Vistula

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-19	2017-12-13	2017-11-28	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	5,16	4,34	4,36	3,88	3,26

Wasko

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,24	1,98

Wirtualna Polska

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	56,10	53,00	53,00	53,00
kurs z dnia rekomendacji	51,80	48,20	43,00	47,89

ZUE

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	przeważaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-09-14	2017-04-12
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,18	6,44	6,89	9,20	12,35

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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