



piątek, 6 kwietnia 2018 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: kwiecień 2018

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Obecny spadek cen akcji traktujemy jako okazję do kupna w perspektywie kilku najbliższych miesięcy. Wojna handlowa przeniesie się z mediów do „kuluarów”, a inwestorzy skoncentrują się na makro i wynikach spółek.

Ze spółek

Finanse

Oczekujemy dalszego szumu medialnego związanego z ustawą wsparcia kredytobiorców hipotecznych, co negatywnie wpływać będzie na banki z ekspozycją na CHF. Podtrzymujemy nasze zalecenie przeważenia 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, zaś ze spółek finansowych – PZU.

Chemia

Dobre wyniki i rewizja w górę konsensusu Ciech powinny pozytywnie wpływać na wyniki chemicznej spółki.

Paliwa

Podtrzymujemy negatywny scenariusz dla sektora downstream z uwagi na drożącą ropę i perspektywę nowych mocy. Temat fuzji PKN/LTS powinien tracić siłę rażenia ze względu na odległy harmonogram pełnej integracji. Alternatywą dla rafinerii zarówno z uwagi na czynniki makro, jak i mikro pozostaje PGN.

Energetyka

Indeks WIG-Energia kolejny miesiąc z rzędu odchylił się in minus od europejskich spółek „utilities”, co było pochodną kolejnych komunikatów resortu energii. Przy obecnych wycenach widzimy szansę na mocniejsze odeagowanie i w ramach sektora preferujemy akcje ENG, PGE i ENA. Obniżamy rekomendację dla CEZ.

Telekomunikacja, media, IT

W kwietniu'18 największy potencjał do wzrostu mają naszym zdaniem: OPL i AGO. Podwyższamy zalecenie dla CMR z/w na zbyt wysoki spadek kursu w ostatnich tygodniach. Po wzroście notowań CPS, obniżamy rekomendację do trzymaj. Pozostajemy negatywni na ACP. Wśród spółek o mniejszej kapitalizacji naszym zdaniem niedowartościowane są ATD, ASE i WAS.

Przemysł, metale

Naszymi top-pickami pozostają Amica, Cognor, Famur, Pfeleiderer i Pozbud. Nadal podtrzymujemy my nasze pozytywne nastawienie do spółek surowcowych (JSW i KGHM). Unikalibyśmy akcji Mangata i Ursus.

Budownictwo

Sezon publikacji wyników wypadł pomyślnie dla sektora budowlanego, który YTD zachowuje się wyraźnie lepiej niż WIG. Podtrzymujemy top-picki ze strategii: Erbud, Elektrobudowa, Budimex, oferujące najwyższy DYield.

Deweloperzy

Pierwsze dane nt. sprzedaży mieszkań w 1Q potwierdzają nasz optymizm w stosunku do sektora. Podtrzymujemy przeważenie deweloperów. Aż 5 spółek oferuje DYield powyżej 8% (i2D, ECH, LCC, DOM, 1AT).

Handel

Naszym zdaniem największy potencjał do wzrostu kursu w kwietniu mają: CCC, Dino, Jeronimo Martins, LPP, Monnari oraz Bytom. Efekt Świąt Wielkanocnych powinien wspierać wyniki 1Q'18 raportowane przez spółki z sektora handlu spożywczego.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: ALR, AMC, AGO, ASE, ATD, CCC, COG, CRM, DOM, DNP, ECH, ELB, ERB, ENA, ENG, EUR, FMF, JMT, JSW, KGH, LCC, LPP, OPL, PFL, PGE, PGN, POZ, PZU, TXM, WAS

Negatywne: ACP, CEZ, MIL, PKN

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	59 244	-2,6%	-7%
ATX	3 483	+2,6%	+2%
BUX	38 065	+2,5%	-3%
PX	1 130	+1,5%	+5%

Indeksy sektorowe WIG	1M	YTD	
WIG20	2 244	-3,7%	-9%
mWIG40	4 637	-0,6%	-4%
sWIG80	14 261	-1,2%	-2%
Banki	7 784	-6,0%	-8%
Budownictwo	2 777	-0,1%	-1%
Chemia	13 562	+1,0%	-11%
Energia	2 446	-5,9%	-18%
Górnictwo	3 682	-10,7%	-16%
Informatyka	1 982	-1,8%	-3%
Media	4 969	+0,8%	+4%
Nieruchomości	2 205	+0,9%	+0%
Odzież	7 237	+3,4%	-4%
Paliwa	6 235	-3,4%	-13%
Spożywczy	3 802	+1,2%	+5%
Telekomunikacja	741	+4,3%	-1%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Agora	kupuj ▶	18,40 PLN ▼
AmRest	redukuj ▼	426,00 PLN ▲
Atal	akumuluj ▶	47,00 PLN ▼
Budimex	akumuluj ▼	234,00 PLN ▼
Capital Park	kupuj ▶	8,35 PLN ▼
CCC	kupuj ▶	295,00 PLN ▲
CD Projekt	sprzedaj ▶	90,80 PLN ▼
CEZ	redukuj ▼	449,51 CZK ▼
Ciech	kupuj ▶	85,40 PLN ▼
Comarch	kupuj ▶	166,50 PLN ▶
Cyfrowy Polsat	trzymaj ▼	25,30 PLN ▲
Echo	kupuj ▶	6,13 PLN ▼
Elektrobudowa	kupuj ▶	116,00 PLN ▲
Enea	kupuj ▶	11,78 PLN ▼
Energia	kupuj ▶	14,91 PLN ▼
Erbud	kupuj ▶	29,60 PLN ▲
Eurocash	kupuj ▶	30,70 PLN ▼
Famur	kupuj ▶	7,06 PLN ▼
Grupa Kęty	trzymaj ▼	357,21 PLN ▼
GTC	trzymaj ▼	9,60 PLN ▼
Handlowy	kupuj ▶	94,00 PLN ▶
Jeronimo Martins	akumuluj ▶	16,40 EUR ▼
JSW	kupuj ▶	108,14 PLN ▼
LC Corp	kupuj ▶	3,50 PLN ▼
Lotos	trzymaj ▶	51,73 PLN ▼
LPP	akumuluj ▶	9500 PLN ▶
Millennium	redukuj ▶	7,00 PLN ▶
MOL	trzymaj ▶	2898,00 HUF ▼
Netia	sprzedaj ▼	4,30 PLN ▼
Orange Polska	kupuj ▶	7,60 PLN ▲
PBKM	trzymaj ▶	76,83 PLN ▲
PCM	kupuj ▶	33,00 PLN ▼
PGE	kupuj ▶	12,89 PLN ▲
PGNiG	kupuj ▶	7,96 PLN ▲
PKN Orlen	redukuj ▶	76,89 PLN ▼
PKO BP	trzymaj ▶	38,00 PLN ▶
Play	trzymaj ▶	33,50 PLN ▼
Tauron	trzymaj ▶	2,73 PLN ▼
Unibep	kupuj ▶	10,10 PLN ▼
Wirtualna Polska	akumuluj ▶	56,40 PLN ▲

Rynek akcji

Ryzyko wojny handlowej, afera związana z wyciekami danych z Facebooka i nieco słabsze dane makro przedłużyły korektę spadkową na globalnym rynku akcji. Uważamy, że to tylko korekta, a nie wejście rynków w trend spadkowy, o czym pisaliśmy w Strategii inwestycyjnej 2018. Uważamy, że w kolejnych tygodniach temat „wojny handlowej” przeniesie się z mediów do kuluarów spotkań polityków i negocjatorów. Inwestorzy powrócą do analizowania makro i wyników spółek za 1Q, które jak na razie w USA zaskakują silnie pozytywnie (dotychczas ponad 40% dynamika wzrostu EPS r/r). Według obecnych prognoz P/E na 2019 rok dla S&P500 wynosi 15,3x – dobre wyniki spółek podtrzymują wiarę w te prognozy. W pierwszych miesiącach roku światowa gospodarka nieznacznie wyhamowała nieprzeciętnie wysokie tempo wzrostu notowane w 2017 roku, co spowodowało obniżenie (urealnienie) oczekiwań szczególnie dla Europy. Pozwoli to na pozytywne zaskoczenia. Pogorszenie sentymentu wśród inwestorów oddaliło ryzyko technicznego przełamania oporu na cenach obligacji 10Y w USA (Yield 3,2%). Wreszcie, w 2018 roku amerykańskie firmy przeznaczą na skup akcji własnych rekordowe 800 mld USD, co będzie wspierać wyceny akcji. Obecny spadek cen akcji traktujemy jako okazję do kupna akcji w perspektywie kilku najbliższych miesięcy. Dotyczy to również GPW, która będzie reagowała na zmianę globalnego sentymentu.

Jak nie wybory to wojna handlowa...

W ostatnich miesiącach giełdy europejskie negatywnie reagowały na potencjalnie negatywne wyniki wyborów parlamentarnych we Włoszech. Pomimo niezbyt korzystnego wyniku dziś już nikt nie zaprzęta sobie nimi głowy, bo rynki żyją wojną handlową pomiędzy USA a resztą świata – czyt. Chinami, bo praktycznie wszyscy sojusznicy USA zostali z niej wyłączeni już na początku lub zgodzili się na warunki USA (stal, aluminium). W ostatniej odsłonie USA zapowiedziały wprowadzenie taryf celnych (25%) na ok. 1300 chińskich produktów (głównie high-tech), a Chińczycy ogłosili, że odpowiedzą adekwatnie do propozycji USA... jeżeli negocjacje zakończą się niepowodzeniem. Zapowiedź dotyczy 106 amerykańskich produktów, m.in. soja, samochody, chemia, samoloty – łącznie 50 mld USD). W odpowiedzi Trump zapowiedział kolejne 100 mld USD ceł Naszym zdaniem zapowiedzi obu stron w mediach należy traktować jako przygotowanie „frontu” pod przyszłe negocjacje. Propozycje USA nie są wsparte żadnym aktem wykonawczym i jeżeli w ogóle wejdą w życie to nie wcześniej niż za kilka miesięcy (najwcześniej w czerwcu, harmonogram procesu wynikający z Section 301, który w tym przypadku jest podstawą wprowadzenia zmian taryf celnych). Jeżeli USA nie odpowiedzą na ostatni ruch Chin kolejną eskalacją (najbardziej prawdopodobne, Chiny jako „drugi wistujący” zawsze będzie przebijał stawkę), rozmowy przeniosą się do kuluarów, a rynki finansowe „odpoczną” od tematu koncentrując się na makro i wynikach spółek.

Makro nadal wspierające dla rynku akcji, przed nami pozytywne zaskoczenia

Wskaźniki wyprzedzające wskazują na nieznaczne spowolnienie tempa wzrostu (spadek ISM do 59,3 pkt z 60,8 pkt), co biorąc pod uwagę wysoki poziom wskaźnika w ujęciu historycznym nie powinno dziwić (zwracaliśmy uwagę na takie ryzyko w Strategii inwestycyjnej 2018). Naszym zdaniem wskaźnik będzie się lekko obniżał w kolejnych miesiącach (efekt ryzyka wojny handlowej), jednakże pozostanie w strefie (powyżej 57 pkt) zapowiadającej szybki wzrost gospodarczy. Takie prognozy płyną również z oceny stanu gospodarki przez FED (komunikat z ostatniego posiedzenia). Jedną z ważniejszych informacji płynących z ISM jest systematyczny wzrost cen produkcji, co uzasadnia rosnące oczekiwania na podwyżki stóp procentowych (4, a nie 3 w 2018 r.). Na obecną chwilę nieznaczne przeszczerzenie celu inflacyjnego w 2019 roku jest scenariuszem bazowym, uwzględnionym w projekcji stóp procentowych. Wraz z poprawą sentymentu na rynku kapitałowym i publikacją dobrych danych makro należy oczekiwać powrotu spadków cen obligacji i dalszego wywłaszczania krzywej dochodowości (10Y-2Y). Każda próba przełamania poziomu 3,1-3,2% na 10Y będzie dla rynku akcji czynnikiem ryzyka.

Jednym z największych negatywnych zaskoczeń w ostatnich tygodniach były odczyty europejskich PMI. W przemyśle zagregowany wskaźnik obniżył się z 58,6 do 56,6 punktów, a w usługach z 56,2 do 55,0. Spadki „rozlały się” praktycznie na wszystkie większe gospodarki Strefy i dotyczyły m.in. subindeksu nowych zamówień. Wyraźnie widać również problemy firm europejskich z terminową realizacją zamówień. Poza zmniejszeniem zamówień eksportowych (szczególnie z Chin) to właśnie ograniczenia podaży w okresie szybkiego wzrostu mogą być jedną z przyczyn spowolnienia. W kolejnych miesiącach oczekujemy, że wskaźniki wyprzedzające będą stabilizowały się na obecnych poziomach, co oznacza wolniejsze tempo wzrostu, ale nadal relatywnie (do średniej z poprzednich kilku lat) szybką ekspansję gospodarczą.

Wyniki spółek w USA; 15,3x P/E na 2019

Spółki w USA rozpoczęły okres raportowania wyników za 1Q. Na dzień przygotowana raportu wyniki opublikowało 21 spółek z indeksu S&P500. Wzrost EPS wyniósł 41,2% przy 12,3% wzroście przychodów, 12 spółek (61%) zaskoczyło analityków pozytywnie. Należy zwrócić uwagę, że ponad połowa przyrostu zysków wynika z efektu obniżonych podatków, tym niemniej rekordowe zyski będą podstawą do wypłaty dywidend i skupów akcji własnych. Dobry 1Q utwierdzi inwestorów w przekonaniu, że prognozy na najbliższe dwa lata są realne. Na ich bazie wskaźnik P/E dla S&P500 spada z obecnych 21,3x do 15,3x w 2019 roku.

Skupy akcji własnych w USA

Znacząco wyższe zyski amerykańskich korporacji, przy nadal niskiej skłonności do inwestycji, będą skutkować znaczącym zwiększeniem wypłat dla akcjonariuszy – również w postaci skupu akcji własnych. Według szacunków Ewertcore ISI w br. spółki przeznaczają na ten cel rekordową kwotę ok. 800 mld USD, tj. ponad dwa razy więcej niż w poprzednim roku. Warto wspomnieć, że w latach 2014-2016 spółki przeznaczyły na skup akcji 570 mld USD średniorocznie. Taka skala popytu będzie istotnie wpływać na rynek, w negatywnym scenariuszu ograniczając potencjał spadkowy akcji.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Zgodnie z naszymi przewidywaniami prace nad ustawą frankową ruszyły na przełomie lutego oraz marca i obecnie nabierają tempa. Z doniesień prasowych wynika, że Przewodniczący komisji sejmowej preferowałby nawet wyższe kontrybucje do funduszu niż obecnie to przewiduje ustawa. Ze względu na koniec 1Q uważamy, że jedynie 3 składki kwartalne byłyby możliwe do pobrania w roku obecnym, co nieco ogranicza negatywny wpływ ustawy na konsensus. Podtrzymujemy nasz pogląd, iż jedynie wycena BZ WBK w pełni dyskontuje skutki ustawy w jej najwyższym wymiarze.
- Kwiecień powinien być szczególnie interesujący w odniesieniu do spółki GetBack. 6 kwietnia wznowione będzie NWZA, które ma za zadanie zatwierdzić także emisję 50 mln akcji. Ponadto spółka opublikuje sprawozdanie finansowe za 4Q'17, które rozwieje wątpliwości rynku odnośnie sytuacji zadłużenia spółki.
- Podnosimy naszą rekomendację dla PKO BP do trzymaj. Uważamy, że wycena rynkowa obecnie odzwierciedla wartość spółki szczególnie biorąc pod uwagę coraz bardziej odległe podwyżki stóp procentowych. Jednocześnie uważamy, że ucieczką przed płaskim środowiskiem stóp procentowych mogą być kolejne akwizycje lub fuzje.
- 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 (redukuj), PZU (kupuj), Komerčni Banka (kupuj).

Chemia

- Podobnie jak w przypadku indeksów spółek przemysłowych również indeksy MSCI Chemicals dla świata i dla Europy w marcu kontynuowały korektę notowań (około 5-7% m/m). Obecnie są notowane z niewielkim dyskontem do swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA.
- Negatywnie na sentyment do spółek chemicznych przekłada się obserwowane umocnienie EUR do USD oraz wzrost cen surowców energetycznych (ropa, węgiel, gaz, energia).
- Niezmiennie uważamy, że najbardziej atrakcyjny w sektorze pozostaje Ciech (EBITDA w 4Q'17 najwyższa w historii; szansa na pozytywne rewizje konsensusu w nadchodzących tygodniach; pozytywne nastawienie Zarządu do kontraktacji na 2018 rok).
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj).

Paliwa

- Sentyment na rynku ropy uległ w marcu wyraźnej poprawie, czego ilustracją jest wzrost spekulacyjnych pozycji na Brent do rekordowych poziomów. Inwestorzy pozytywnie reagowali na deklaracje OPEC o możliwym wydłużeniu porozumienia dotyczącego limitów produkcji, a także na pierwszy od wielu tygodni, większy spadek liczby aktywnych wiertni w USA. W efekcie ceny Brent zbliżyły się do granicy 70 USD/Bbl, nawet mimo widocznych wzrostów zapasów surowca w USA (zmiana raczej sezonowa, poziom 20% niższy r/r).

- Ceny gazu zarówno na europejskim jak i polskim rynku wzrosły w marcu średnio o 3-4%, a spread transgraniczny na kontraktach rocznych PL/DE utrzymał się powyżej 10 PLN/MWh. W ujęciu r/r cały 1Q'18 uplasował się nieznacznie poniżej 1Q'17.
- Marże rafineryjne w końcówce miesiąca odbiły z niskich poziomów w okolice 4-5 USD/Bbl, ale traktujemy to jako zjawisko krótkoterminowe i podtrzymujemy konserwatywny scenariusz cyklicznego pogorszenia rentowności przerobu. Podobnie oceniamy wyższy marcowy poziom dyferencjału Ural/Brent, który jest pochodną nasilenia remontów w rafineriach rosyjskich.
- Nadal zaskakująco dobrze prezentują się marże petrochemiczne w Europie, ale widoczna słabość cen etylenu w USA pozwala sądzić, że pogorszenie zyskowności w tym obszarze to kwestia najbliższych miesięcy (nowe moce, wyższe ceny surowca).
- W takim scenariuszu makro utrzymujemy negatywne nastawienie do rafinerii, a jako alternatywę wskazujemy akcje PGNiG, które skorzysta nie tylko na drożących węglowodorach, ale ma szansę na re-rating i ekspansję wskaźników wyceny (obecnie EV/EBITDA poniżej 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:** PGNiG (kupuj), PKN Orlen (redukuj).

Energetyka

- W marcu obserwowaliśmy kontynuację wzrostów ceny uprawnień do emisji, która przekroczyła już 13 EUR/t. W końcu zaczęło to mocniej przekładać się na notowania energii w Niemczech, gdzie roczny kontrakt powrócił powyżej 36 EUR/MWh. Przy niewielkim tylko spadku cen węgla ARA w przeliczeniu na EUR, marża wytwórcza elektrowni węglowych wciąż znajduje się jednak pod presją i relatywnie zyskują podmioty z czystym portfelem źródeł wytwórczych.
- Sektorowy indeks MSCI Utilities Europe zyskał w marcu prawie 8%, ale była to przede wszystkim reakcja inwestorów na komunikat o wymianie aktywów pomiędzy RWE, EON i Innogy, które mają duży udział w tym indeksie.
- Polskie spółki energetyczne nadal pozostawały pod presją (WIG-Energia -5%, a YTD już prawie -20%), a głównym katalizatorem spadków były kolejne wywiady ministra energii, który wypowiadał się o projektach inwestycyjnych (Ostrołęka, elektrownia atomowa, zgazowanie węgla w Enei) i sugerował, że kapitał własny w państwowych koncernach jest darmowy („elektrownia atomowa bez kredytów finansowana tylko z bilansów udziałowców ma być dzięki temu o połowę tańsza”). Taka retoryka płynąca z ministerstwa „uodparnia” inwestorów na dość korzystną perspektywę poprawy profilu przepływów w sektorze w najbliższych 4-5 latach (cykl inwestycyjny się kończy, a nowe większe projekty na razie nie będą infekować bilansów), która pozwoli na zwiększenie komponentu equity w ramach EV).
- Tymczasem na polskim rynku energii tendencje w marcu były raczej pozytywne i podobnie jak w lutym wysokie kwotowania spotowe podnosiły krzywą terminową. Cena w kontrakcie na rok 2019 zbliżyła się do 199 PLN/MWh, co implikuje już wyższy clean dark spread od tego zabezpieczonego w kontraktach na rok bieżący. Taki obraz z TGE neguje naszym zdaniem pojawiające się na początku roku tezy o destrukcyjnym wpływie wyżki CO₂ na rentowność sektora w krótkim terminie. W kontekście

prognoz na rok 2019 nie można też lekceważyć rosnącej rentowności źródeł odnawialnych (łącznie z biomasą to ponad 7 TWh produkcji przy wzroście cen energii r/r o 30 PLN/MWh i zielonych certyfikatach kwotowanych po 70 PLN/MWh vs. średnio 36 PLN w roku 2017). Widzimy więc potencjał do pozytywnego zaskoczenia i rewizji w górę.

- Polski sektor jest już wyceniany poniżej 4,0x EV/EBITDA'18. Naszym zdaniem po ostatnich spadkach najbardziej atrakcyjne są akcje Energi, PGE i Enei. Neutralne nastawienie utrzymujemy w przypadku relatywnie „najdroższego” obecnie Tauronu. W przypadku CEZ uwzględniając konserwatywny przekaz Zarządu obniżamy prognozy i wycenę, co skutkuje zmianą rekomendacji na redukcję.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (redukcja), Energa (kupuj), Enea (kupuj), PGE (kupuj).

Telekomunikacja, media, IT

- 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 synergije 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 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%.
- W marcu'18 WIG INFO spadł o 2,4%, ale od początku roku wzrósł o 0,9% (vs. spadki -6,1% i -7,6% WIG odpowiednio). Dobry performance WIG Info wynika częściowo z umocnienia się notowań ACP (największa waga w indeksie). Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 16,1x, jest o 5,9% wyższa niż historyczna średnia z 3 lat, tym samym poziom premii spadł o blisko 7% w ciągu dwóch miesięcy.
- Sezon wyników za 4Q'17 przebiegał pozytywnie dla małych spółek IT: wynik EBITDA wzrósł w przypadku każdej z nich (średnio o 47,4%), podobnie jak wynik netto (średnio o 41,6%). Każda z przeważanych przez nas spółek zaraportowała dobre wyniki.

- 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 (redukcja), Agora (kupuj), Atende (przeważaj), Wasko (przeważaj), Asseco SEE (przeważaj).

Przemysł i metale

- W marcu indeksy MSCI Industrials dla Europy i dla świata kontynuowały spadki (oba -5% m/m). Obecnie są one notowane z niewielkimi premiami do swoich średnich na wskaźniku P/E oraz na poziomie trzyletnich średnich na wskaźniku EV/EBITDA. Obserwowane od początku roku umocnienie EUR do USD (słabsza pozycja konkurencyjna europejskich eksporterów) oraz spadek wskaźników wyprzedzających PMI w dwóch ostatnich miesiącach nie poprawia sentymentu do rynku akcji.
- W trwającym sezonie wyników (za 4Q'17) oczekujemy, że dobre wyniki mogą mieć miejsce jeszcze w Alumetal i Elemental. Jak na razie na 6 przedstawionych rezultatów 4 okazały się lepsze od oczekiwań (Amica, Famur, Kernel, Stelmet), a 2 poniżej oczekiwań (Ergis, Grupa Kęty).
- Ze średnich spółek wśród naszych top picków niezmiennie wymienilibyśmy spółki Amica (podwyżki cenników w 3Q'17, atrakcyjna wycena na tle sektora – patrz strona 8), Famur (rosnący portfel zamówień; podwyżki cenników w nowych kontraktach) oraz Pfeleiderer Group (wyraźny trend wzrostu cen płyty drewnopochodnej w Europie). Z mniejszych natomiast Cognor (możliwe wkrótce porozumienie z bankami w sprawie uruchomienia kredytu na poczet restrukturyzacji drogiego zadłużenia) oraz Pozbud (4x P/E na 2019 rok; na przełomie III/IV podpisanie kontraktu na ponad 700 mln PLN).
- Z uwagi na obserwowane umocnienie PLN do USD z ostrożnością podchodzimy do wyceny Ursus (obawy o rentowność na kontraktach eksportowych do Afryki).
- Obniżyliśmy pod koniec marca nasze pozycjonowanie z neutralnie do niedoważaj dla Mangata (dawniej Zetkama). Duży udział eksportu przy aprecjacji PLN, inflacja po stronie kosztów surowców i kosztów pracy. Mangata obecnie notowana jest z premiami do innych polskich spółek przemysłowych.
- Aktualnie polskie spółki przemysłowe są notowane na wskaźnikach P/E'18 11,8x oraz EV/EBITDA'18 7,5x. Naszym zdaniem nie jest to szczególnie atrakcyjny poziom, biorąc pod uwagę niską płynność oraz ograniczone możliwości przenoszenia kosztów na klienta.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Famur (kupuj), Mangata (niedoważaj), Pfeleiderer Group (przeważaj), Pozbud (przeważaj), Stelmet (kupuj).

Wydobycie

- W 2018 roku pozytywnie na sentyment do miedziowych producentów wpływają informacje odnośnie możliwych przestojów produkcyjnych. Według nich w bieżącym roku na świecie około 30-38 układów pracowniczych w kopalniach miedzi może być przedmiotem negocjacji. Kopalnie w których odbędą 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 negocjacji 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 Chin 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 przestojów 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 (kupuj), JSW (kupuj).

Budownictwo

- Relatywnie dobre zachowanie WIG-Budownictwo w II-III'18 ma swoje uzasadnienie w fundamentach: (1) wyniki wielu spółek okazały się lepsze od oczekiwań, (2) osłabły obawy o wojnę cenową i presję kosztową, (3) sytuacja płynnościowa sektora pozostaje dobra, choć widać oznaki pogorszenia struktury bilansów, (4) kursy akcji są bliskie minimum.
- Wyniki 4Q'17: Większość monitorowanych przez nas spółek pozytywnie zaskoczyła wynikami (wyjątkami są Torpol i Trakcja). Na szczególne wyróżnienie zasługuje Elbudowa, która nie tylko wypracowała najwyższy kwartalny ZN w historii (28 mln PLN), lecz również utrzymała bardzo silną pozycję gotówkową netto (115 mln PLN) oraz zaproponowała najwyższą dywidendę w sektorze (8 PLN, DYield=8,6%). Pozytywnie zaskoczyła również Ulma.

- Budownictwo kolejowe: Pod koniec marca obniżyliśmy prognozy ZN'18-20 Trakcji i Torpolu o średnio 15% i jednocześnie w podobnym zakresie podnieśliśmy prognozy dla spółki ZUE. Pozostawiamy neutralne rekomendacje dla tej grupy spółek, preferując podmioty (1) mniej uzależnione od jednego zamawiającego, (2) posiadające wyższą zdolność dywidendową.
- W parze Erbud - Unibep preferowaną spółką pozostaje ta pierwsza, która według nas posiada bezpieczniejszą strukturę portfela zamówień.
- W bieżącym przeglądzie miesięcznym o 5-6% obniżamy TP na Budimex i Unibep oraz o 1-3% podnosimy prognozy na Elbudowę i Erbud. Zmiany wynikają głównie z aktualizacji wyceny porównawczej.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Erbud (kupuj), Elektrobudowa (kupuj), Budimex (akumuluj).

Deweloperzy

- Indeks WIG-Nieruchomości kolejny miesiąc zachowywał się lepiej niż rynek. Wyceny w sektorze pozostają atrakcyjne. Podtrzymujemy przeważanie deweloperów, w szczególności preferując spółki dywidendowe.
- Sprzedaż mieszkań 1Q'18: Zgodnie z oczekiwaniami wszystkie spółki, które opublikowały dotychczas dane, zaprezentowały wyższą sprzedaż r/r. Powtórzenie sprzedaży z rekordowego 4Q'17 wydaje się jednak poza zasięgiem.
- Wyniki 4Q'17: Oczyszczony ZN deweloperów wzrósł w 4Q o 55% r/r, a w całym '17 o 10% r/r. Marża deweloperska na działalności mieszkaniowej wzrosła w 4Q o 3 p.p. r/r do 28%. Podobnej skali poprawa miała miejsce w całym '17. Lokum okazał się rewelacją minionego roku (i samego 4Q), osiągając I marżę równą 40% i bijąc nasze prognozy ZN'17 o 67%. W pozostałych spółkach odchylenia od prognoz nie były znaczące.
- Dywidenda w '18: Jak dotąd Zarządy sześciu spółek z sektora zarekomendowały dywidendę (średnio DYield=7,4%). Najwyższa stopa dywidendy występuje w ECH (9,6%), DOM (8,9%) i LCC (9,0%). Jeszcze wyższej stopy dyw. oczekujemy w I2D (11,8%). LKD aktualizował politykę podnosząc payout do 50% od przyszłego roku (DYield'19=8,8%).
- W bieżącym przeglądzie miesięcznym obniżamy TP dla sześciu spółek o średnio 3%. Korekta wynika z głównie z aktualizacji wyceny porównawczej.
- **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.

- Zakaz handlu w niedzielę w III'18 miał umiarkowany wpływ na wyniki Bytom i Vistula (obie spółki odnotowały wzrost sprzedaży porównywalnej). Istotny spadek sprzedaży r/r w III'18 odnotowało CCC, jednak wpływ na taki stan rzeczy miały przede wszystkim niekorzystne warunki pogodowe.
- 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 słabych wyników w 1Q'18 (naszym zdaniem zdyskontowane przez kurs spółki), 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.
- Efekt Świąt Wielkanocnych powinien wspierać wyniki spółek z sektora handlu spożywczego. Naszym zdaniem dobre wyniki w 1Q'18 opublikują Dino, Jeronimo Martins oraz Eurocash.
- Uważamy, że z mniejszych spółek potencjał do wzrostu mają Monnari (beneficjent osłabienia się USDPLN r/r), 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	
							2018	2019	2018	2019
Finanse						+15,0%	12,6	11,1		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	71,25	+53,0%	9,7	8,1		
BZ WBK	kupuj	2018-03-05	357,80	430,00	352,40	+22,0%	13,9	11,4		
Getin Noble Bank	trzymaj	2018-03-05	1,45	1,50	1,34	+11,9%	-	8,2		
Handlowy	kupuj	2018-04-06	77,50	94,00	77,50	+21,3%	16,0	13,2		
ING BSK	akumuluj	2018-03-05	198,00	212,00	198,40	+6,9%	16,4	14,5		
Millennium	redukuj	2018-04-06	8,35	7,00	8,35	-16,2%	14,0	12,8		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	123,00	+27,6%	14,8	12,2		
PKO BP	trzymaj	2018-04-06	39,74	38,00	39,74	-4,4%	15,0	12,5		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	955,00	+16,3%	12,2	10,4		
Erste Bank	trzymaj	2018-02-02	40,64	40,00 EUR	41,23	-3,0%	12,6	11,7		
OTP Bank	akumuluj	2018-02-02	11 560	12 090 HUF	11 590	+4,3%	11,7	10,8		
PZU	kupuj	2018-03-05	41,55	50,58	41,81	+21,0%	10,7	10,5		
GetBack	kupuj	2017-11-30	23,00	33,38	6,30	+429,8%	1,7	1,5		
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	258,20	+16,6%	13,7	11,7		
Prime Car Management	kupuj	2018-04-06	23,60	33,00	23,60	+39,8%	7,8	6,8		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-02-02	30,60	56,30	30,00	+87,7%	7,2	6,0		
Chemia						+32,5%	7,6	7,9	5,9	5,7
Ciech	kupuj	2018-04-06	57,00	85,40	57,00	+49,8%	7,6	7,9	4,6	4,8
Grupa Azoty	trzymaj	2018-03-05	56,55	67,13	56,20	+19,4%	13,3	13,3	5,9	5,7
Polwax	kupuj	2018-02-02	11,05	18,80	10,60	+77,4%	5,6	5,0	6,7	6,8
Paliwa						+11,4%	12,0	11,1	5,5	5,1
Lotos	trzymaj	2018-04-06	54,60	51,73	54,60	-5,3%	14,7	11,0	6,2	5,4
MOL	trzymaj	2018-04-06	2 864	2 898 HUF	2 864	+1,2%	10,9	11,1	4,8	4,8
PGNiG	kupuj	2018-04-06	5,71	7,96	5,71	+39,4%	7,8	7,4	3,8	3,5
PKN Orlen	redukuj	2018-04-06	89,52	76,89	89,52	-14,1%	13,0	13,7	7,1	7,2
Energetyka						+9,3%	5,0	5,1	3,8	3,9
CEZ	redukuj	2018-04-06	519,50	449,51 CZK	519,50	-13,5%	19,4	18,4	8,1	7,7
Enea	kupuj	2018-04-06	9,10	11,78	9,10	+29,5%	4,1	4,3	3,8	3,9
Energa	kupuj	2018-04-06	9,96	14,91	9,96	+49,7%	5,0	5,1	3,6	3,5
PGE	kupuj	2018-04-06	9,81	12,89	9,81	+31,4%	6,2	7,1	3,7	3,8
Tauron	trzymaj	2018-04-06	2,38	2,73	2,38	+14,7%	3,6	4,0	4,4	4,7
Telekomunikacja, media, IT						+3,6%	20,6	16,2	6,9	6,5
Netia	sprzedaj	2018-04-06	5,27	4,30	5,27	-18,4%	48,0	57,9	6,1	6,4
Orange Polska	kupuj	2018-04-06	5,83	7,60	5,83	+30,4%	25,5	14,0	4,7	4,3
Play	trzymaj	2018-04-06	32,70	33,50	32,70	+2,4%	9,0	8,7	6,3	6,5
Agora	kupuj	2018-04-06	14,50	18,40	14,50	+26,9%	27,5	29,9	5,0	5,2
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-04-06	24,84	25,30	24,84	+1,9%	12,7	10,8	6,9	6,3
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-04-06	52,20	56,40	52,20	+8,0%	20,6	16,7	10,7	9,1
Asseco Poland	redukuj	2018-03-27	45,20	41,20	45,56	-9,6%	15,5	16,2	8,8	8,3
CD Projekt	sprzedaj	2018-04-06	114,90	90,80	114,90	-21,0%	55,3	16,6	43,7	12,5
Comarch	kupuj	2018-04-06	131,50	166,50	131,50	+26,6%	18,9	13,9	7,5	6,5
Przemysł, surowce						+23,1%	11,6	7,2	7,5	5,3
Famur	kupuj	2018-04-06	6,04	7,06	6,04	+16,9%	17,3	13,5	8,3	7,2
Grupa Kęty	trzymaj	2018-04-06	346,00	357,21	346,00	+3,2%	11,8	12,1	8,5	8,5
JSW	kupuj	2018-04-06	86,78	108,14	86,78	+24,6%	4,7	6,3	2,5	2,9
Kemel	trzymaj	2018-03-05	48,80	53,46	50,40	+6,1%	11,5	6,0	7,5	5,0
KGHM	kupuj	2018-04-04	88,00	115,43	90,24	+27,9%	7,5	5,6	4,4	3,3
Stelmet	kupuj	2018-03-05	17,15	27,72	16,60	+67,0%	11,7	8,0	7,6	5,6
Budownictwo						+12,4%	9,9	10,9	5,0	4,7
Budimex	akumuluj	2018-04-06	215,00	234,00	215,00	+8,8%	13,3	13,9	6,4	6,7
Elektrobudowa	kupuj	2018-04-06	96,40	116,00	96,40	+20,3%	11,0	13,0	4,5	5,1
Erbud	kupuj	2018-04-06	21,60	29,60	21,60	+37,0%	8,9	8,8	4,5	4,4
Unibep	kupuj	2018-04-06	7,50	10,10	7,50	+34,7%	8,6	7,4	5,6	4,4
Deweloperzy						+14,7%	8,8	9,1	8,2	8,0
Atal	akumuluj	2018-04-06	43,40	47,00	43,40	+8,3%	8,7	9,0	7,4	7,9
Capital Park	kupuj	2018-04-06	5,95	8,35	5,95	+40,3%	11,8	9,9	18,2	17,4
Dom Development	kupuj	2018-03-20	85,80	103,10	85,40	+20,7%	8,9	9,1	7,2	7,5
Echo	kupuj	2018-04-06	5,23	6,13	5,23	+17,2%	7,1	6,6	7,9	8,2
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	9,39	+2,2%	11,6	10,0	15,5	14,6
LC Corp	kupuj	2018-04-06	2,70	3,50	2,70	+29,6%	6,5	5,8	8,4	7,6
Handel						+10,5%	25,6	19,9	14,1	12,0
AmRest	redukuj	2018-04-06	449,50	426,00	449,50	-5,2%	47,4	37,2	15,5	12,4
CCC	kupuj	2018-04-06	257,40	295,00	257,40	+14,6%	33,6	19,9	19,0	13,2
Dino	kupuj	2018-04-04	85,10	103,50	86,90	+19,1%	26,7	20,0	16,7	12,9
Eurocash	kupuj	2018-04-06	24,41	30,70	24,41	+25,8%	25,6	19,8	8,3	7,1
Jeronimo Martins	akumuluj	2018-04-06	14,90	16,40 EUR	14,90	+10,1%	20,1	18,8	8,9	8,0
LPP	akumuluj	2018-04-06	8 900	9 500	8 900	+6,7%	25,5	21,7	14,1	12,0
TXM	kupuj	2018-02-02	2,36	5,41	2,36	+129,2%	13,2	4,9	6,8	3,6
Inne						-0,2%	11,3	10,2	7,5	6,9
PBKM	trzymaj	2018-04-06	77,00	76,83	77,00	-0,2%	11,3	10,2	7,5	6,9

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2018	2019	2018	2019
Spółki IT						15,3	11,4	6,2	5,4
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	15,70	-3,1%	18,7	16,2	8,5	7,0
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	27,90	-0,4%	16,2	14,7	10,8	9,9
Asseco SEE	przeważaj	2018-03-28	12,95	12,95	+0,0%	11,3	10,8	5,2	4,8
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	4,23	-0,5%	8,9	8,1	5,7	5,4
Wasko	przeważaj	2018-03-28	2,25	2,15	-4,4%	15,3	11,4	6,2	5,4
Spółki przemysłowe						11,5	10,8	6,5	6,1
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	53,90	+14,7%	11,6	12,0	8,7	8,7
Amica	przeważaj	2018-01-05	130,00	130,00	+0,0%	7,0	7,8	5,7	5,3
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	22,20	-7,5%	11,5	11,1	7,0	6,7
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	9,00	-8,6%	11,5	10,5	7,5	7,0
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	1,88	-26,3%	5,8	5,0	5,0	4,3
Ergis	równoważ	2018-01-29	4,77	4,22	-11,5%	7,9	7,0	5,5	5,0
Forte	równoważ	2018-02-02	43,00	53,00	+23,3%	13,9	12,8	10,8	10,3
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	73,80	+16,2%	23,1	22,5	12,9	12,5
Mangata	niedoważaj	2018-03-29	95,60	92,20	-3,6%	12,5	11,9	7,2	6,9
Pfleiderer Group	przeważaj	2017-11-08	36,65	37,45	+2,2%	17,2	16,0	5,8	5,4
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,57	+19,8%	6,4	3,7	5,4	2,3
Tarczyński	równoważ	2018-01-29	13,05	13,80	+5,7%	10,0	9,6	6,0	5,6
Budownictwo						12,4	9,9	5,1	4,7
Elektrotim	przeważaj	2017-11-16	7,61	8,46	+11,2%	9,7	11,6	4,8	5,3
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,20	-12,8%	10,7	7,5	5,5	4,5
Torpol	równoważ	2018-03-29	7,50	7,52	+0,3%	12,1	8,6	4,8	4,3
Trakcja	równoważ	2018-03-29	6,75	6,70	-0,7%	23,0	11,1	7,2	5,4
Ulma	równoważ	2018-03-29	66,50	75,50	+13,5%	13,6	11,3	4,0	3,6
ZUE	równoważ	2018-03-29	6,12	6,00	-2,0%	12,8	8,1	5,7	4,9
Deweloperzy						7,6	7,0	8,9	6,0
Archicom	przeważaj	2018-01-25	15,75	15,60	-1,0%	7,3	5,4	7,1	5,6
BBI Development	równoważ	2018-02-02	0,70	0,69	-1,4%	16,4	7,6	13,5	5,9
i2 Development	przeważaj	2018-01-12	14,90	17,95	+20,5%	4,9	5,2	5,7	6,2
JWC	niedoważaj	2018-03-29	4,16	4,29	+3,1%	7,7	5,6	7,0	5,2
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-03-29	17,80	17,50	-1,7%	5,8	6,6	4,4	5,0
PA Nova	równoważ	2018-03-29	23,30	23,00	-1,3%	7,5	8,7	10,8	12,1
Polnord	równoważ	2018-02-02	10,50	8,50	-19,0%	14,0	11,3	32,9	22,8
Ronson	równoważ	2018-04-03	1,32	1,31	-0,8%	9,4	7,5	10,7	9,3
Handel						14,0	12,5	8,2	7,2
Bytom	przeważaj	2017-11-28	2,50	2,95	+18,0%	13,4	12,2	8,3	7,4
Gino Rossi	równoważ	2017-11-28	1,29	1,05	-18,6%	27,9	14,6	8,0	7,1
Monnari	przeważaj	2017-11-28	8,21	8,54	+4,0%	10,8	9,8	5,7	4,4
Vistula	równoważ	2018-02-02	5,16	4,99	-3,3%	14,7	12,8	9,5	8,2

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 emitentów 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 6 kwietnia 2018 o godzinie 8:34.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 6 kwietnia 2018 o godzinie 8:34.

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, Energia, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PGNiG, PKN Orlen, 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. 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, Elzab, 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, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, 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 prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Asseco SEE, 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 abonentową 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.

Niniejszy dokument/opracowanie zawiera skróconą wersję/ wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-01-26	2017-11-23	2017-10-02	2017-07-25
cena docelowa (PLN)	18,40	18,90	18,00	18,80	18,80
kurs z dnia rekomendacji	14,50	13,15	15,20	17,10	15,28

Ailleron

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	16,20	17,60	18,73

Alor Bank

rekomendacja	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-01	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	109,00	90,00
kurs z dnia rekomendacji	85,50	78,10

Alumetal

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

Amica

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

AmRest

rekomendacja	redukuj	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	426,00	407,00	422,00	422,00
kurs z dnia rekomendacji	449,50	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	równoważ
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	28,00	28,90	26,29

Asseco Poland

rekomendacja	redukuj	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj
data wydania	2018-03-27	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20	2017-04-27
cena docelowa (PLN)	41,20	44,00	44,80	44,80	44,00	44,80	48,79
kurs z dnia rekomendacji	45,20	45,62	44,47	47,00	44,54	47,23	54,70

Asseco SEE

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	12,95	13,25	11,45

Atal

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-10
cena docelowa (PLN)	47,00	49,20	45,00	44,10	44,10
kurs z dnia rekomendacji	43,40	42,40	40,40	40,00	34,89

Atende

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,25	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	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-07-24	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	234,00	246,00	267,00	238,40
kurs z dnia rekomendacji	215,00	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	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	8,35	8,42
kurs z dnia rekomendacji	5,95	5,95

CCC

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	295,00	286,00	295,00	292,00	292,00	308,00	294,00
kurs z dnia rekomendacji	257,40	243,00	281,00	293,00	239,85	276,00	262,20

CD Projekt

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	90,80	90,00	74,34	59,90
kurs z dnia rekomendacji	114,90	115,00	116,25	83,40

CEZ

rekomendacja	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27
cena docelowa (CZK)	449,51	506,40	532,50	548,60	512,33	512,33	468,78	453,01
kurs z dnia rekomendacji	519,50	495,00	530,00	490,70	481,30	441,30	416,00	399,00

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	85,40	85,87	90,13	79,54	77,07	82,00
kurs z dnia rekomendacji	57,00	55,90	61,25	65,16	62,73	69,69

Comarch

rekomendacja	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	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	166,50	180,00	205,00	185,00	195,00	195,00	205,00
kurs z dnia rekomendacji	131,50	155,00	177,00	178,30	163,50	178,50	195,00	223,00

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-31	2017-11-03	2017-08-29
cena docelowa (PLN)	25,30	24,90	25,70	24,40	24,40
kurs z dnia rekomendacji	24,84	22,80	24,70	24,58	27,80

Dino

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-04	2018-02-02	2018-01-18
cena docelowa (PLN)	103,50	95,40	95,40
kurs z dnia rekomendacji	85,10	85,00	80,00

Dom Development

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-03-20	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-05-12
cena docelowa (PLN)	103,10	103,00	101,10	81,70	81,70
kurs z dnia rekomendacji	85,80	82,00	82,25	76,10	70,20

Echo

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-03
cena docelowa (PLN)	6,13	6,31	6,42	6,64	6,64
kurs z dnia rekomendacji	5,23	5,05	5,19	5,21	6,26

Elektrobudowa

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01	2017-05-08	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	116,00	113,00	134,00	146,00	146,00
kurs z dnia rekomendacji	96,40	81,20	109,50	120,55	139,90

Elektrotim

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

Elemental

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

Enea

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	11,78	12,11	12,98	12,82	12,82	14,59	15,23	12,60
kurs z dnia rekomendacji	9,10	10,36	11,07	12,19	11,89	14,80	15,25	13,14

Energia

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	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)	14,91	14,71	15,20	14,97	14,81	14,49	13,50	13,20	10,71
kurs z dnia rekomendacji	9,96	10,11	12,21	12,60	12,09	13,40	13,64	11,65	10,87

Erbud

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2017-12-15	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	29,60	29,40	28,70	29,80	31,30	33,50	33,50
kurs z dnia rekomendacji	21,60	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	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	30,70	31,10	32,30	38,30	44,30	47,60
kurs z dnia rekomendacji	24,41	21,99	26,04	27,48	38,62	39,14

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01	2017-07-20
cena docelowa (PLN)	7,06	7,28	7,29	7,24	6,84	6,95
kurs z dnia rekomendacji	6,04	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	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-08-02
cena docelowa (PLN)	9,60	9,70	9,70	10,00	9,59
kurs z dnia rekomendacji	9,39	8,64	9,67	9,90	9,62

Handlowy

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-01	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	94,00	94,00	85,00
kurs z dnia rekomendacji	77,50	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

Jeronimo Martins

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08
cena docelowa (EUR)	16,40	16,90	16,90	17,10	17,10	17,10	16,90
kurs z dnia rekomendacji	14,90	15,17	17,12	16,50	15,85	16,76	17,09

JSW

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	108,14	120,71	122,30
kurs z dnia rekomendacji	86,78	92,80	101,00

JWC

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-03-29	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,16	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	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	357,21	379,66	391,41	390,72	414,09
kurs z dnia rekomendacji	346,00	352,50	385,00	408,00	402,10

KGHM

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-04-04	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
cena docelowa (PLN)	115,43	122,81	128,62	114,71	103,08	103,08	124,12	130,96	132,22	132,22	132,22
kurs z dnia rekomendacji	88,00	102,50	111,50	113,10	100,00	114,25	117,40	126,10	121,00	110,65	120,10

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	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-26
cena docelowa (PLN)	3,50	3,74	3,54
kurs z dnia rekomendacji	2,70	3,10	2,69

Lokum Deweloper

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-03-29	2018-01-25	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,80	18,00	16,30

Lotos

rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-29	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	51,73	51,08	52,67	51,53	51,53	51,61	51,61	48,25
kurs z dnia rekomendacji	54,60	56,30	57,78	58,48	61,66	66,37	59,75	58,86

LPP

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	sprzedaj
data wydania	2018-04-06	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	9500,00	9400,00	9900,00	8200,00	8400,00	8800,00	7400,00	5300,00
kurs z dnia rekomendacji	8 900,00	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	niedoważaj
data wydania	2018-03-29
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	95,60

Millennium

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-01	2017-05-08	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	7,00	7,00	5,81	5,81
kurs z dnia rekomendacji	8,35	9,59	7,06	6,67

MOL

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (HUF)	2898,00	3027,00	3152,00	3104,00	3077,00	2865,00
kurs z dnia rekomendacji	2 864,00	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	sprzedaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	4,30	4,60	4,00
kurs z dnia rekomendacji	5,27	5,30	3,90

Orange Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2017-12-12	2017-06-30
cena docelowa (PLN)	7,60	7,30	7,10
kurs z dnia rekomendacji	5,83	5,39	5,15

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	równoważ
data wydania	2018-03-29	2018-02-28	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	23,30	23,30	24,00

PBKM

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	76,83	76,00	71,00	71,00	66,30	63,90	70,00
kurs z dnia rekomendacji	77,00	73,00	69,60	63,00	63,00	54,50	60,50

Prime Car Management

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	33,00	35,30
kurs z dnia rekomendacji	23,60	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	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	12,89	12,61	13,30	13,20	13,61	14,98	14,46	14,46
kurs z dnia rekomendacji	9,81	10,28	11,87	11,93	13,30	14,27	13,29	12,29

PGNiG

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02
cena docelowa (PLN)	7,96	7,51	7,65	7,73	7,73	7,73	7,57	7,25
kurs z dnia rekomendacji	5,71	5,98	6,58	6,03	6,63	6,79	6,83	6,75

PKN Orlen

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	76,89	80,55	82,84	81,80	86,55	81,50
kurs z dnia rekomendacji	89,52	95,20	107,90	121,60	121,70	117,90

PKO BP

rekomendacja	trzymaj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01
cena docelowa (PLN)	38,00	38,00	38,00	31,20
kurs z dnia rekomendacji	39,74	42,20	45,66	42,30

Play

rekomendacja	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	33,50	34,70
kurs z dnia rekomendacji	32,70	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	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-04-03	2018-03-29	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,32	1,32	1,45

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	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	2,73	2,98	3,38	3,23	3,64	3,89	3,67	3,03
kurs z dnia rekomendacji	2,38	2,69	3,08	3,10	3,75	3,92	3,65	3,35

Torpol

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,50	7,98	8,16	8,55	10,93	12,05

Trakcja

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,75	7,24	7,56	7,69	10,30	12,80

TXM

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

Ulma

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-03-29	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	66,50	73,90

Unibep

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	10,10	10,80	10,80	14,00	15,40
kurs z dnia rekomendacji	7,50	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	przeważaj
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,25	2,24	1,98

Wirtualna Polska

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	56,40	56,10	53,00	53,00	53,00
kurs z dnia rekomendacji	52,20	51,80	48,20	43,00	47,89

ZUE

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	przeważaj
data wydania	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-09-14	2017-04-12
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,12	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.klischcz@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