

środa, 9 maja 2018 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: maj 2018

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji w perspektywie najbliższych 2-3 miesięcy. Korekta indeksów i osłabienie lokalnych walut będą okazją dla globalnego kapitału na EM.

Ze spółek

Finanse

Zalecamy przeważenie polskiego sektora bankowego a w szczególności banków bez znaczącej ekspozycji na CHF. Na zagregowanej bazie widzimy 13% potencjał wzrostu dla sektora. Bez zmian pozostawiamy także nasze pozytywne rekomendacje dla Komercni i OTP. W spółkach finansowych zwracamy uwagę na powrót kwestii zadośćuczynień w PZU wraz z wynikami za 1Q'18, które mogą mieć negatywny wpływ na całoroczny konsensus.

Chemia

Wyższe ceny surowców naszym zdaniem będą negatywnie wpływać na wyniki spółek chemicznych (Ciech i Grupa Azoty) w 1Q'18. Naszym zdaniem Ciech wygląda najatrakcyjniej.

Paliwa

Podtrzymujemy negatywny scenariusz dla sektora downstream z uwagi na drożącą ropę i perspektywę nowych mocy. Po spadku marż rafineryjnych, teraz przyszła pora na osłabienie w petrochemii (widoczna nadpodaż na rynku polietylenu). Alternatywą dla rafinerii pozostaje PGN.

Energetyka

WIG-Energia kolejny miesiąc z rzędu odchylił się od europejskich konkurentów, którzy zyskali kolejne 5%. Przy obecnych wycenach i rosnących cenach energii widzimy szansę na odreagowanie i w ramach sektora preferujemy ENG, PGE i ENA. Obniżamy rekomendację dla CEZ.

Telekomunikacja, media, IT

W polskim TMT preferujemy OPL, AGO i WPL. Obniżamy zalecenie dla CMR z/w na wzrost notowań od wydania zalecenie kupuj w ubiegłym miesiącu i dość słabą perspektywą wyników w 1Q'18. Pozostajemy negatywni na ACP. Wśród spółek o mniejszej kapitalizacji najciekawiej prezentują się ATD i ASE.

Przemysł, metale

W 1Q'18 oczekujemy, że na 16 spółek przemysłowych 31% poprawi zeszłoroczne rezultaty i tyle samo je pogorszy (31%). Wśród spółek mogących zaskoczyć pozytywnie są AML, FMF i STL. Słabych wyników oczekujemy w APT. Oczekujemy, że KGH i JSW zaraportują niższe r/r wyniki.

Budownictwo

Spółki publikujące wyniki roczne w kwietniu schłodziły oczekiwania na cały 2018 r. Pomysł inwestycyjne w ramach sektora ograniczylibyśmy do spółek niezadłużonych. Nie zmieniamy pozytywnych rekomendacji na ELB i BDX. Odwracamy nasz pair trade na parze ERB-UNI, preferując UNI.

Deweloperzy

Podtrzymujemy przeważenie deweloperów. Preferowane przez nas spółki (1) LCC, (2) ARH, (3) LKD, (4) I2D, (5) ECH, (6) 1AT, (7) DOM są wycenione na P/E'18=7,0x oraz DYield'18=8,8%. Pomimo presji kosztowej, oczekujemy utrzymania wyników w latach '19-20.

Handel

W maju większość spółek z sektora opublikuje dane za 1Q'18 (kwartał o najniższej istotności dla wyniku). Oczekujemy poprawy rezultatów r/r w BTM, DNP, EAT, EUR oraz VST. Naszym zdaniem największy potencjał do wzrostu w maju mają BTM, CCC, DNP oraz TXM.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: AGO, ALR, AMC, ATD, ASE, CIE, DNP, DOM, ECH, ENA, ENG, FMF, JSW, KGH, KOMB, KRU, LCC, OPL, PFL, PGE, PGN, POZ, STL, UNI, WPL

Negatywne: ACP, CEZ, EAT, MGT, MIL, PKN

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	58 869	-1,1%	-8%
ATX	3 459	+0,5%	+2%
BUX	37 165	-2,1%	-6%
PX	1 109	+0,6%	+5%

Indeksy sektorowe WIG	1M	YTD	
WIG20	2 236	-1,0%	-9%
mWIG40	4 554	-1,4%	-5%
sWIG80	13 936	-1,5%	-4%
Banki	7 752	+0,4%	-9%
Budownictwo	2 518	-9,0%	-11%
Chemia	12 627	-7,3%	-17%
Energia	2 493	-0,6%	-17%
Górnictwo	3 671	+0,3%	-16%
Informatyka	1 965	-2,5%	-4%
Media	5 151	+4,8%	+8%
Nieruchomości	2 171	-1,3%	-1%
Odzież	7 347	+0,5%	-2%
Paliwa	6 059	-6,2%	-15%
Spożywczy	3 772	-0,4%	+4%
Telekomunikacja	738	+0,8%	-1%

Top 5 / Worst 5	1M	YTD	
11 bit studios	388,50	+68,9%	+96%
Bioton	6,75	+58,5%	+93%
Bumech	0,39	+21,9%	+26%
Prairie Mining	1,56	+17,3%	+6%
XTB	6,60	+15,0%	+48%
Idea Bank	9,40	-39,7%	-59%
Elemental	1,09	-40,1%	-53%
Braster	3,90	-40,5%	-44%
Gino Rossi	0,51	-49,0%	-54%
Mostostal Zabrze	0,17	-71,7%	-73%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
CCC	akumuluj ▼	295,00 PLN ►
CEZ	sprzedaj ▼	449,51 CZK ►
Ciech	kupuj ►	89,71 PLN ▲
Comarch	akumuluj ▼	166,50 PLN ►
Dino	akumuluj ▼	103,50 PLN ►
Erbud	akumuluj ▼	23,10 PLN ▼
Famur	kupuj ►	6,95 PLN ▼
Getin Noble Bank	trzymaj ►	1,40 PLN ▼
Grupa Azoty	trzymaj ►	60,99 PLN ▼
Grupa Kęty	trzymaj ►	363,01 PLN ▲
JSW	kupuj ►	109,12 PLN ▲
Kernel	trzymaj ►	53,04 PLN ▼
KGHM	kupuj ►	118,98 PLN ▲
Lotos	trzymaj ►	52,81 PLN ▲
LPP	trzymaj ▼	9500 PLN ►
MOL	trzymaj ►	2954,00 HUF ▲
PGNiG	kupuj ►	8,17 PLN ▲
PKN Orlen	redukuj ►	76,73 PLN ▼
Polwax	kupuj ►	16,69 PLN ▼
Stelmet	kupuj ►	26,48 PLN ▼
TXM	kupuj ►	5,44 PLN ▲

Rynek akcji

Nasze pozytywne nastawienia do rynku akcji (koncentracja na makro i wynikach, wojna handlowa schodząca na drugi plan) sprawdziło się głównie w stosunku do rynków bazowych, zaś GPW nadal zachowuje się relatywnie słabo. W reakcji na osłabienie EUR w stosunku do USD kwiecień był wyjątkowo udanym miesiącem dla akcji europejskich, gdzie DAX zwiększył o 4,3%, a CAC40 o 6,8%. W całym miesiącu WIG zanotował 2,7% wzrostu, jednak przełom kwietnia/maja to ponowne, wyraźne osłabienie nastrojów. Naszym zdaniem wynika to przede wszystkim z przepływów kapitałowych, a nie fundamentów, tj. z braku lokalnego kapitału (umorzenia w TFI i odpływ oszczędności z OFE w ramach suwaka) przy jednoczesnej wyprzedzającej na rynkach wschodzących (efekt odwrócenia trendu na USD). W ujęciu portfelowym GPW znajduje się w tym samym koszyku co kraje rozwijające się z dużą ekspozycją na USD, fundamentalnie zdecydowanie bliżej nam do efektu wpływającego na gospodarkę Niemiec/Francji niż Brazylii/Rosji. Warto również zwrócić uwagę na poziom wycen. Na bazie konsensusów Bloomberga prognozowane P/E dla WIG20 na koniec 2018 roku to 10,9x, w przypadku MSCI EM - 12,3x. Dla porównania S&P500 - 16,9x a DAX - 13,4x. Pomimo umocnienia USD relatywnie silnie zachowują się ceny surowców (dane o imporcie Chin za kwiecień potwierdzają dobrą koniunkturę). W połączeniu z atrakcyjnymi wycenami, po pierwszej „szokowej” reakcji na USD, w kolejnych tygodniach powinno to prowadzić do powrotu inwestorów na rynki akcji w EM. Co do rynków bazowych to przypominamy, że po okresie publikacji wyników w USA (okres zamknięty) ponownie rusza skup akcji własnych. W roku 2018 roku amerykańskie firmy przeznaczają na ten cel rekordowe 800 mld USD, co będzie wspierać wyceny akcji w kolejnych tygodniach. Podsumowując ostatnie tygodnie uważamy, że po bardzo silnych wzrostach indeksów z przełomu 2017/18 (naturalna skłonność do realizacji zysków) rynki pokazały się „dobrze znosząc” kolejne pojawiające się ryzyka (wybory we Włoszech, wojna handlowa, słabsze dane makro). Wreszcie... czy Warren Buffett (Berkshire Hathaway) zwiększyłby pozycję w Apple na szczycie cyklu?

Obraz makro bez większych zmian, przed nami poprawa nastrojów w Europie

W minionym miesiącu dane makro nie wspierały rynku akcji. Podczas gdy w USA były one zbliżone do oczekiwań, rozczarowały w Europie zarówno w przypadku wskaźników wyprzedzających, jak również twardych danych.

W USA warto podsumować wyniki spółek za 1Q'18. Statystyka mówi, że dla indeksu S&P500 spośród 440 spółek które zaraportowały wyniki aż 76% zaskoczyło pozytywnie (na poziomie EPS), EPS wzrósł o 23,9% r/r, a przychody o 8,2% r/r. Co ciekawe, w tym okresie pięć amerykańskich, globalnych koncernów (Apple, Amazon, Google, Facebook, Netflix) osiągnęło łączne przychody w wysokości 635 mld USD. To wzrost o 28% r/r! Przy założeniu, że tylko 50% z tej kwoty stanowią przychody z rynku amerykańskiego stanowi to 10% przyrostu realnego PKB w USA. Według prognoz Evercore ISI w 2Q'18 gospodarka utrzyma tempo wzrostu – realna dynamika PKB wyniesie 3,0% w stosunku do 2,9% w pierwszym kwartale.

W Europie spowolnienie jest faktem, przy czym można wyróżnić tego dwie przyczyny: normalizacja tempa wzrostu po zaskakująco wysokiej dynamice w roku 2017 oraz zdarzenia jednorazowe (wymienia je w komunikacie ECB po ostatnim posiedzeniu: pogoda, strajki, epidemia grypy, wczesna Wielkanoc, braki kadrowe). Jak wskazują wskaźniki wyprzedzające głównym problemem europejskich przedsiębiorstw są problemy popytowe, tj. zaległości produkcyjne i wydłużenie czasu dostaw, a także malejąca wielkość zamówień (szczególnie eksportowych). Pierwszy element wymaga inwestycji w udroźnienie kanałów dystrybucji, a więc jego usunięcie w tym roku będzie trudne i zaważy na dynamice PKB (z drugiej strony inwestycje wydłużają cykl). W tym drugim przypadku zbawienie powinno okazać się kwietniowe osłabienie EUR (szybki efekt pozytywny). Zwracamy uwagę, że obecnie indeks zaskoczeń Citibanku dla Strefy Euro spadł do poziomu -96 pkt, tj. najniższego od 2011 roku. Biorąc pod uwagę odwrócenie trendu na USD oczekujemy, że w kolejnych tygodniach dane makro z Europy (ze szczególnym uwzględnieniem majowych odczytów PMI) powinny zaskakiwać pozytywnie (co już odzwierciedlają indeksy giełdowe DAX, CAC czy MIB). Spowolnienie w Strefie to również zapowiedź, że w kolejnych tygodniach ECB najprawdopodobniej nie dokona zmiany polityki pieniężnej.

Słabość GPW – ciąg dalszy

Od początku roku WIG20 notuje 10% spadek wartości, w ujęciu USD o 13%. Dla porównania w tym czasie MSCI EM spadł o 2%, DAX i S&P500 pozostawały na zbliżonym poziomie, a CAC40 zwiększył o 4,2%. Agencja S&P zdecydowała się na podniesienie perspektywy polskiego ratingu długu (BBB+) z neutralnej na pozytywną. Nasi makroekonomiści oczekują, że dynamika wzrostu PKB w 1Q osiągnęła poziom 4,8% r/r. Osłabienie polskiej waluty będzie wspierać eksporterów, a osłabienie EUR – europejskich dla których polskie firmy są poddostawcami. Wyceny polskich spółek są atrakcyjne. Prognozowany (Bloomberg) wskaźnik P/E dla WIG20 na koniec 2018 roku wynosi 10,9x przy 12,3x dla indeksu MSCI EM i 16,9x dla S&P500. Główne zagrożenia, na których jednak koncentruje się uwaga inwestorów to ryzyko istotnie mniejszej partycypacji Polski w transferach z przyszłego budżetu UE (2021-27) czy ryzyko płynności rynku obligacji komercyjnych. Niestety potwierdza się teza, że bez kapitału zagranicznego dedykowanego na rynki EM, a w efekcie i na GPW, uruchamia się mechanizm umorzeń w TFI (dodatkowo wzmocniony sytuacją w spółce GetBack) przy jednoczesnym odpływie netto środków z OFE do ZUS. Dodatkowo, na rynek napływają informacje o przesunięciu wdrożenia programu PPK, który mógłby być dla polskiego rynku kapitałowego ratunkiem w długim okresie. Początek maja pokazuje jak łatwo „przesunąć WIG20” relatywnie niewielkim kapitałem, co dodatkowo zwiększa nieprzewidywalność rynku w krótkim okresie. Naszym zdaniem, w kolejnych tygodniach przy nadal dobrym otoczeniu z globalnych rynków, kapitał powróci na rynki wschodzące wywołując impuls wzrostowy na GPW. Od czerwca zaś fundusze będą zasilane w dodatkową gotówkę pochodzącą z dywidend.

Michał Marczak

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

Sektory

Finanse

- Obecnie widzimy 13% potencjał wzrostu w polskim sektorze bankowym, a ostatnia przecena stwarza okazję inwestycyjną. Największy potencjał wzrostu widzimy w spółkach bez lub ze znikomą ekspozycją na kredyty CHF takich jak Bank Pekao czy Alior Bank. Uważamy, że ostatni słaby sentyment do obu banków spowodowany jest spekulacjami odnośnie fuzji, której prawdopodobieństwo ogłoszenia oceniamy aż na 75%. Niemniej jednak podkreślamy, że fuzja nie jest przesądzona ponieważ będzie musiała uzyskać nie tylko zgodę PZU oraz PFR, ale większości akcjonariuszy na WZA.
- Jednocześnie widzimy potencjał wzrostu w bankach z bezpieczną pozycją kapitałową oraz bilansem jak ING BSK czy Bank Handlowy. Szczególnie w przypadku tego ostatniego uważamy, że wyniki za 1Q'18 mogą spowodować wzrost konsensusu rynkowego dla całego roku.
- Finalnie, pomimo słabej kompozycji wyników za 1Q, nadal widzimy potencjał wzrostu w BZ WBK. Uważamy, że DB nie zdecyduje się na sprzedaż akcji po obecnej cenie rynkowej, bo oznaczałoby to niższy zysk z transakcji, a ewentualna ustawa CHF obniży naszą cenę docelową o około 20 PLN na akcję.
- 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 uważamy, że wyniki za 1Q powinny spowodować dwucyfrowy wzrost konsensusu na 2018 rok.
- **Kluczowe rekomendacje:** Alior Bank (kupuj), Komerčni Banka (kupuj), Bank Millennium (redukuj).

Chemia

- Obecnie indeksy MSCI Chemicals dla Europy są notowane z premiami 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). Wyższe ceny surowców naszym zdaniem będą negatywnie wpływać na wyniki spółek chemicznych (Ciech i Grupa Azoty) w 1Q'18.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj).

Paliwa

- Wzrostowy trend na rynku ropy utrzymuje się, mimo widocznego osłabienia sentymentu inwestorów finansowych (pozycje spekulacyjne spadają od kilku tygodni z marcowych szczytów), co w dużej mierze jest pochodną niższej podaży z krajów OPEC oraz ryzyka przywrócenia sankcji na Iran.
- Ceny gazu zarówno na europejskim jak i polskim rynku wzrosły w kwietniu w ślad za ropą średnio o 8-10%, a spread transgraniczny na kontraktach rocznych PL/DE utrzymał się powyżej 10 PLN/MWh. Aktualne ceny kontraktów miesięcznych są o 8 PLN/MWh wyższe niż średnia w 1Q'18, co dobrze wróży wynikom segmentu wydobywczego PGNiG i LTS w 2Q (wbrew utartej sezonowości).
- Marże rafinerijne oscylują w przedziale 3-4 USD/Bbl przy dużej presji na rentowności ciężkich produktów, co może być widoczne w rafineriach o słabszej konwersji (Możejki, Unipetrol, chorwackie rafinerie MOL-a).

- „W końcu” pojawiła się słabość na marżach petrochemicznych, a branżowe portale (Platts, ICIS) donoszą o widocznej presji podażowej na rynku polietylenu w Europie z uwagi na nowe moce uruchomione w USA. Naszym zdaniem to początek spadkowej fali cyklu w tym segmencie.
- 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 (wynik arbitrażu z Gazpromem, akwizycje na norweskim szelfie, brak zaangażowania w projekt atomowy).
- **Kluczowe rekomendacje:** PGNiG (kupuj), PKN Orlen (redukuj).

Energetyka

- W kwietniu nastąpiła stabilizacja notowań CO₂, a funkcję napędową cen energii przejęły notowania węgla, który w portach ARA kosztuje obecnie w kontrakcie rocznym 84 USD/t (+12% w stosunku do zamknięcia marca). Nadal beneficjentami wzrostu cen prądu są czyste elektrownie i te zintegrowane pionowo, gdyż clean dark spread pozostaje ujemny.
- Sektorowy indeks MSCI Utilities Europe zyskał w kwietniu ponad 5%, podobnie jak S&P Utilities, a skala odbicia trwającego od początku lutego sięga już 10-12%. Na tym tle wciąż bardzo słabo wygląda WIG Energia, który kwiecień zakończył na niewielkim minusie, a dla porównania od początku lutego stracił -11%. Niezmiennie głównym obciążeniem dla notowań polskich spółek jest polityka i niepewność w zakresie przyszłych inwestycji. Aktualne plany wydatków kapitałowych wskazują, że sektor na przełomie tego i przyszłego roku znacznie generować dodatni FCF.
- Na polskim rynku energii tendencje wciąż pozostają pozytywne. Cena w kontrakcie na rok 2019 sięga 205 PLN/MWh, co implikuje już wyższy clean dark spread od tego zabezpieczonego w kontraktach na rok bieżący o około 6-7 PLN/MWh przy założeniu stabilnych cen węgla śląskiego (sytuacja bloków zintegrowanych pionowo i tych o wyższej sprawności jest wyraźnie lepsza). Taki obraz z TGE neguje naszym zdaniem pojawiające się na początku roku tezy o destrukcyjnym wpływie zwwyżki 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 30-35 PLN/MWh i zielonych certyfikatach kwotowanych po 73 PLN/MWh vs. średnio 36 PLN w roku 2017). Widzimy więc potencjał do pozytywnego zaskoczenia i rewizji w górę.
- Polski sektor jest już wyceniany na 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 po ostatnich wzrostach kursu obniżamy rekomendację do sprzedaj.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (sprzedaj), Enea (kupuj), Energa (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 progu 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 współprace 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 wydatki 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 w dziennikach straci 16,9%.
- W kwietniu'18 WIG INFO spadł o 2,3% (vs. -1,9% WIG). Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 16,4x (+7,2% vs. historyczna średnia z 3 lat, tym samym poziom premii spadł o blisko 7% w ciągu 2 miesięcy).
- Zbliża się sezon wyników za 1Q'18. Szacujemy wzrost wyniku EBITDA średnio o 4,6% dla pokrywanych spółek. Okres 1Q jest sezonowo najslabszy w branży IT. Jednak wzrosty w 1Q'18 R/R będą niskie w porównaniu z poprzednim okresem (w 4Q'17 wynik EBITDA wzrósł w przypadku każdej z pokrywanych spółek średnio o 47,4%). Stąd mamy obecnie neutralne podejście do sektora i zalecamy selektywne podejście do spółek IT.
- 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), Wirtualna Polska (akumuluj), Agora (kupuj), Atende (przeważaj), Asseco SEE (przeważaj).

Przemysł i metale

- W kwietniu indeksy MSCI Industrials dla Europy i dla świata praktycznie nie zmieniły swojej wartości. Oba indeksy są obecnie notowane na poziomie swoich trzyletnich średnich na wskaźniku P/E oraz EV/EBITDA. Obserwowany w ostatnim czasie spadek wskaźników wyprzedzających PMI nie poprawia sentymentu do spółek z sektora przemysłowego.
- W Polsce w 4Q'17, aż 56% spółek przemysłowych przedstawiło wyniki gorsze niż zakładaliśmy (najgorszy

wynik w ostatnich dwóch latach) i jedynie 37% spółek zaskoczyło pozytywnie rezultatami. Wśród pozytywnych zaskoczeń wyróżniamy Amica, Cognor, Famur, Pozbud i Tarczyński; natomiast wśród negatywnych Apator, Boryszew, Forte, Elemental, Ergis, Impexmetal, Kruszwica, Mangata i Pfeleiderer.

- W 1Q'18 oczekujemy, że na 16 spółek przemysłowych 31% poprawi zeszłoroczne rezultaty i tyle samo (31%) je pogorszy. Wśród spółek mogących zaskoczyć pozytywnie wymienilibyśmy Alumetal, Famur i Stelmet. Słabych wyników oczekujemy w Apatorze.
- Ze średnich spółek najbardziej przekonani jesteśmy do Amica (możliwe przełamanie spadkowego trendu w 1H'18, atrakcyjna wycena na tle sektora) oraz Famur (rosnący portfel zamówień; podwyżki cenników w nowych kontraktach). 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).
- Z uwagi na obserwowane umocnienie PLN do USD z ostrożnością podchodzimy do wyceny Ursus (obawy o rentowność na kontraktach eksportowych do Afryki) oraz Mangata (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).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Famur (kupuj), Mangata (niedoważaj), Pfeleiderer Group (przeważaj), Pozbud (przeważaj), Stelmet (kupuj).

Wydobycie

- Rynek na początku 2018 roku oczekiwał, że proporcjonalnie duża ilość kopalni w Chile i Peru może doświadczyć okresowych strajków w efekcie koniecznych do przeprowadzenia negocjacji płacowych. Obecnie jak na razie większości z koncernów bez większych przeszkód udaje się negocjować warunki nowych porozumień (przykłady Antofagasty i Codelco). Szansę na problemy w wydobyciu niesie drugi rok z rzędu Escondida, gdzie zarządca kopalni zdecydował się na wcześniejsze przedterminowe negocjacje płacowe, które jednak zakończyły się fiaskiem. W czerwcu upływa termin do kiedy należy porozumieć się z pracownikami. W innym wypadku kopalnia prawdopodobnie zatrzyma produkcję.
- Na notowania cen miedzi pozytywnie przekładają się spadki ilości monitorowanych zapasów surowca na giełdach (od około miesiąca). Naszym zdaniem trend może być kontynuowany do wakacji, jako że Chiny wracają aktywnie w zakresie zakupów surowca.
- Wysoka produkcja stali na świecie (duża ilość globalnie prowadzonych projektów infrastr.) oraz zwiększające się obłożenie mocy produkcyjnych pozytywnie przekłada się na ceny stali. Obecnie marże na produkcji podstawowych wyrobów dla producentów wielkociępcowych (BOF) są na najwyższym od 3 lat poziomie (brak ryzyka presji na koszty wsadów – koksu i rudy).
- Po słabym pod względem wolumenów importu węgla koksowego do Chin początku roku, w kwietniu import wraca do normalności. Naszym zdaniem w nadchodzących okresach zapasy koksu w chińskich portach powinny spadać – pozytywny wpływ na cenę węgla koksowego.
- 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).
- Ostatnie osłabienie PLN do USD rozbudza szanse na wzrost rentowności (metale notowane w USD).
- **Kluczowe rekomendacje:** KGHM (kupuj), JSW (kupuj).

Budownictwo

- W sektorze budowlanym niezmiennie preferujemy Budimex i Elbudowę: spółki o silnej pozycji gotówkowej, wysokiej dywidendzie (DYield'18: 9-11%) oraz, w naszej ocenie, konserwatywnej polityce rachunkowości w latach ubiegłych.
- Zmieniamy nasze preferencje na parze ERB-UNI (przeważamy UNI). Od stycznia kurs Unibepu stracił 30% względem Erbudu, co istotnie zmienia relatywną atrakcyjność obu spółek. Ponadto, w bieżącym przeglądzie miesięcznym obniżamy nasze prognozy na Erbud w związku z trudnym otoczeniem w budownictwie kubaturowym. Jednocześnie sądzimy, że Unibep jest w stanie zrealizować naszą prognozę ZN'18 dzięki sprzyjającemu otoczeniu w segmencie deweloperskim, który ma coraz większy wpływ na wyniki spółki. Ponadto spodziewamy się znacznie lepszych wyników 1Q'18 w UNI (+12 mln PLN) niż w ERB (-1 mln PLN).
- Wymienione powyżej spółki wyróżniają się pozytywnie na tle branży. Nasze pozycjonowanie całego sektora budowlanego pozostaje neutralnie względem innych sektorów na GPW, przy czym w naszej ocenie istotną rolę odgrywają niskie kursy akcji, po ubiegłorocznym spadku. Uważamy, że w branży budowlanej wciąż występuje istotne prawdopodobieństwo negatywnych zaskoczeń, a spółki charakteryzują się wysokim ryzykiem inwestycyjnym.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Unibep (kupuj), Elektrobudowa (kupuj), Budimex (akumuluj).

Deweloperzy

- Podtrzymujemy przeważanie deweloperów. Uważamy, że 70% analizowanych spółek poprawi wyniki w '18. Preferowane przez nas spółki (1) LCC, (2) ARH, (3) LKD, (4) I2D, (5) ECH, (6) 1AT, (7) DOM są wycenione na P/E'18=7,0x oraz DYield'18=8,8%. Pomimo presji kosztowej, oczekujemy utrzymania wyników w latach 2019-20.
- Sprzedaż mieszkań ulega stabilizacji. W 1Q deweloperzy giełdowi sprzedali o 5% więcej mieszkań r/r (na sześciu największych rynkach spadek o 2% r/r).
- W 1Q nastąpił dalszy spadek oferty na sześciu największych rynkach (-11% r/r, -7% q/q), a efektywność sprzedaży wzrosła do 38% (+ 2 p.p. r/r). Rośnie tempo wzrostu cen mieszkań (transakcyjne: +5,4% r/r; ofertowe: +8,4% r/r).
- Spodziewamy się poprawy wyników sektora r/r, czemu sprzyja wzrost przekazania mieszkań o 30% r/r oraz umocnienie EUR/PLN o 0,9% q/q (istotne dla wyceny portfeli nieruchomości komercyjnych). Na szczególnie dobre wyniki liczymy w LCC i 1AT.
- Obecna sytuacja na rynku długu sprzyja spekulacjom nt. ewentualnych problemów z refinansowaniem obligacji. W analizowanych spółkach, na XII'17, gotówka aż w 70% pokryła zobowiązania z tytułu obligacji (w 300% krótkoterminowe zobowiązania). Najkorzystniejszą sytuację od strony zadłużenia mają: DOM, LKD, ARH, LCC.
- **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 słabych wyników w 1Q'18 (naszym zdaniem zdyskontowane przez kurs spółki), oferuje atrakcyjną perspektywę wzrostu w średnim terminie rozwijając dynamicznie kanał e-commerce (platforma eobuwie.pl).
- Efekt Świąt Wielkanocnych powinien wspierać wyniki spółek z sektora handlu spożywczego. Naszym zdaniem kontynuacja wysokiej dynamiki wyników r/r pokaże Dino.
- 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:** Eurocash (kupuj), TXM (kupuj), Dino (akumuluj), JMT (akumuluj), CCC (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						+16,1%	11,7	10,0		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	66,05	+65,0%	9,0	7,6		
BZ WBK	kupuj	2018-03-05	357,80	430,00	357,80	+20,2%	14,1	11,6		
Getin Noble Bank	trzymaj	2018-05-09	1,17	1,40	1,17	+19,7%	23,6	8,8		
Handlowy	kupuj	2018-04-06	77,50	94,00	79,80	+17,8%	16,5	13,6		
ING BSK	akumuluj	2018-03-05	198,00	212,00	197,00	+7,6%	16,3	14,4		
Millennium	redukuj	2018-04-06	8,35	7,00	8,42	-16,9%	14,2	12,9		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	114,70	+36,9%	13,8	11,3		
PKO BP	trzymaj	2018-04-06	39,74	38,00	41,37	-8,1%	15,6	13,0		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	910,50	+22,0%	11,7	9,9		
Erste Bank	trzymaj	2018-02-02	40,64	40,00 EUR	37,90	+5,5%	11,6	10,7		
OTP Bank	akumuluj	2018-02-02	11 560	12 090 HUF	10 670	+13,3%	10,8	10,0		
PZU	kupuj	2018-03-05	41,55	50,58	39,95	+26,6%	10,3	10,0		
GetBack	zawieszona	2018-04-16	4,52	-	3,75	-	-	-		
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	220,00	+36,8%	11,7	9,9		
Prime Car Management	kupuj	2018-04-06	23,60	33,00	20,90	+57,9%	6,9	6,0		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-02-02	30,60	56,30	26,80	+110,1%	6,4	5,4		
Chemia						+39,7%	7,3	7,6	5,2	5,8
Ciech	kupuj	2018-05-09	55,00	89,71	55,00	+63,1%	7,3	7,6	4,5	4,6
Grupa Azoty	trzymaj	2018-05-09	51,10	60,99	51,10	+19,4%	11,9	16,2	5,2	5,8
Polwax	kupuj	2018-05-09	7,80	16,69	7,80	+114,0%	5,2	3,9	6,6	5,9
Paliwa						+11,7%	11,3	11,0	5,5	5,1
Lotos	trzymaj	2018-05-09	55,62	52,81	55,62	-5,1%	14,9	11,2	6,3	5,5
MOL	trzymaj	2018-05-09	2 790	2 954 HUF	2 790	+5,9%	10,7	10,8	4,7	4,7
PGNiG	kupuj	2018-05-09	6,20	8,17	6,20	+31,8%	8,5	8,1	4,2	3,9
PKN Orlen	redukuj	2018-05-09	82,30	76,73	82,30	-6,8%	12,0	12,6	6,7	6,7
Energetyka						+4,2%	5,0	5,1	4,0	4,0
CEZ	sprzedaj	2018-05-09	567,00	449,51 CZK	567,00	-20,7%	21,1	20,0	8,6	8,2
Enea	kupuj	2018-04-06	9,10	11,78	10,11	+16,5%	4,6	4,8	4,0	4,0
Energa	kupuj	2018-04-06	9,96	14,91	10,07	+48,1%	5,0	5,1	3,6	3,6
PGE	kupuj	2018-04-06	9,81	12,89	10,00	+28,9%	6,3	7,2	3,8	3,9
Tauron	trzymaj	2018-04-06	2,38	2,73	2,25	+21,3%	3,4	3,8	4,3	4,6
Telekomunikacja, media, IT						+2,5%	22,0	15,8	7,1	6,6
Netia	sprzedaj	2018-04-06	5,27	4,30	5,25	-18,1%	47,8	57,7	6,1	6,4
Orange Polska	kupuj	2018-04-06	5,83	7,60	5,33	+42,6%	23,3	12,8	4,5	4,1
Play	trzymaj	2018-04-06	32,70	30,93	29,14	+6,1%	8,0	7,7	5,9	6,1
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	26,22	-3,5%	13,4	11,5	7,1	6,6
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-04-24	54,00	60,00	56,00	+7,1%	22,0	18,8	11,8	9,9
Asseco Poland	redukuj	2018-03-27	45,20	41,20	44,48	-7,4%	15,2	15,8	8,7	8,2
CD Projekt	sprzedaj	2018-04-06	114,90	90,80	137,00	-33,7%	66,0	19,8	52,2	15,1
Comarch	akumuluj	2018-05-09	145,00	166,50	145,00	+14,8%	20,9	15,4	8,2	7,2
Przemysł, surowce						+26,9%	10,6	6,4	7,1	5,0
Famur	kupuj	2018-05-09	5,94	6,95	5,94	+17,0%	17,0	13,3	8,2	7,1
Grupa Kęty	trzymaj	2018-05-09	353,00	363,01	353,00	+2,8%	12,3	12,4	8,8	8,6
JSW	kupuj	2018-05-09	79,32	109,12	79,32	+37,6%	4,2	5,7	2,2	2,6
Kemel	trzymaj	2018-05-09	50,80	53,04	50,80	+4,4%	10,8	5,7	7,3	4,9
KGHM	kupuj	2018-05-09	92,50	118,98	92,50	+28,6%	7,7	5,7	4,5	3,3
Stelmet	kupuj	2018-05-09	14,75	26,48	14,75	+79,5%	10,4	7,1	6,9	5,1
Budownictwo						+27,7%	11,0	10,7	5,1	4,8
Budimex	akumuluj	2018-04-06	215,00	234,00	183,40	+27,6%	11,3	11,8	4,9	5,1
Elektrobudowa	kupuj	2018-04-06	96,40	116,00	94,80	+22,4%	10,8	12,8	4,3	5,0
Erbud	akumuluj	2018-05-09	19,40	23,10	19,40	+19,1%	11,8	9,6	5,2	4,6
Unibep	kupuj	2018-04-06	7,50	10,10	6,92	+46,0%	7,9	6,8	5,2	4,1
Deweloperzy						+15,9%	8,8	9,1	7,9	7,8
Atal	akumuluj	2018-04-06	43,40	47,00	42,80	+9,8%	8,6	8,9	7,3	7,8
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	87,20	+18,2%	9,1	9,3	7,3	7,6
Echo	kupuj	2018-04-06	5,23	5,63	4,82	+16,8%	6,6	6,1	7,5	7,7
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	9,00	+6,7%	10,8	9,4	15,0	14,1
LC Corp	kupuj	2018-04-06	2,70	3,50	2,68	+30,6%	6,5	5,7	8,4	7,6
Handel						+13,0%	26,6	19,7	14,7	12,5
AmRest	redukuj	2018-04-06	449,50	426,00	513,00	-17,0%	54,0	42,4	17,3	13,8
CCC	akumuluj	2018-05-09	255,60	295,00	255,60	+15,4%	33,4	19,7	18,8	13,1
Dino	akumuluj	2018-05-09	96,65	103,50	96,65	+7,1%	29,7	22,2	18,5	14,2
Eurocash	kupuj	2018-04-06	24,41	30,70	23,64	+29,9%	24,8	19,2	8,0	6,9
Jeronimo Martins	akumuluj	2018-04-06	14,90	16,40 EUR	13,47	+21,8%	18,2	17,0	8,0	7,2
LPP	trzymaj	2018-05-09	9 260	9 500	9 260	+2,6%	26,6	22,6	14,7	12,5
TXM	kupuj	2018-05-09	2,10	5,44	2,10	+159,0%	11,9	4,6	7,7	4,2
Inne						+1,1%	11,1	10,1	7,4	6,8
PBKM	trzymaj	2018-04-06	77,00	76,83	76,00	+1,1%	11,1	10,1	7,4	6,8

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2018	2019	2018	2019
Spółki IT						14,9	11,1	6,3	6,0
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	16,95	+4,6%	20,2	17,5	9,3	7,7
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	27,80	-0,7%	16,1	14,7	10,7	9,9
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	12,05	+3,0%	11,0	10,5	4,9	4,5
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	4,48	+5,4%	10,4	9,4	6,3	6,0
Wasko	przeważaj	2018-03-28	2,25	2,09	-7,1%	14,9	11,1	6,0	5,2
Spółki przemysłowe						11,4	11,5	6,9	6,5
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	54,80	+16,6%	11,8	12,2	9,0	9,1
Amica	przeważaj	2018-01-05	130,00	127,00	-2,3%	7,1	7,6	5,5	5,1
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	24,00	+0,0%	13,1	12,6	7,7	7,4
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	8,72	-11,5%	11,0	10,6	7,1	6,7
Elemental	równoważ	2018-04-27	1,09	1,09	+0,0%	4,4	3,8	4,5	4,0
Ergis	równoważ	2018-04-27	4,06	3,77	-7,1%	8,2	7,1	5,8	5,2
Forte	równoważ	2018-04-27	50,70	50,20	-1,0%	21,5	13,2	13,6	10,3
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	67,00	+5,5%	21,0	20,4	11,6	11,3
Mangata	niedoważaj	2018-03-29	95,60	92,00	-3,8%	12,7	12,1	7,6	7,2
Pfleiderer Group	przeważaj	2018-04-27	37,30	37,50	+0,5%	18,2	16,2	6,4	5,9
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,53	+18,5%	6,5	3,6	5,8	2,5
Tarczyński	równoważ	2018-01-29	13,05	14,90	+14,2%	10,7	10,9	6,6	6,3
Budownictwo						12,0	8,0	4,9	4,2
Elektrotim	przeważaj	2017-11-16	7,61	7,98	+4,9%	9,1	10,9	4,5	4,9
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,04	-17,2%	10,2	7,1	5,3	4,4
Torpol	równoważ	2018-03-29	7,50	7,00	-6,7%	11,3	8,0	4,4	4,0
Trakcja	równoważ	2018-03-29	6,75	4,81	-28,7%	16,5	8,0	5,4	4,1
Ulma	równoważ	2018-03-29	66,50	73,50	+10,5%	13,2	11,0	3,9	3,5
ZUE	równoważ	2018-03-29	6,12	5,94	-2,9%	12,6	8,0	5,6	4,9
Deweloperzy						7,2	6,4	8,8	6,1
Archicom	przeważaj	2018-04-26	15,30	15,25	-0,3%	7,1	5,0	7,0	5,4
BBI Development	równoważ	2018-04-26	0,66	0,60	-9,1%	13,9	6,6	13,8	6,1
i2 Development	przeważaj	2018-01-12	14,90	17,60	+18,1%	4,8	5,1	5,7	6,1
JWC	niedoważaj	2018-03-29	4,16	3,71	-10,8%	6,7	4,9	6,4	4,7
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-03-29	17,80	16,40	-7,9%	5,5	6,2	4,1	4,7
PA Nova	równoważ	2018-03-29	22,30	22,70	+1,8%	7,4	8,6	10,8	12,0
Polnord	równoważ	2018-02-02	10,50	7,50	-28,6%	12,4	10,0	31,3	21,7
Ronson	równoważ	2018-04-03	1,32	1,30	-1,5%	9,3	7,4	10,7	9,2
Handel						12,7	9,3	6,9	6,0
Bytom	przeważaj	2017-11-28	2,50	2,61	+4,4%	11,9	10,8	7,4	6,5
Gino Rossi	równoważ	2017-11-28	1,29	0,51	-60,5%	13,6	7,1	6,4	5,6
Monnari	przeważaj	2017-11-28	8,21	6,82	-16,9%	8,6	7,8	4,1	2,9
Vistula	równoważ	2018-02-02	5,16	4,79	-7,2%	14,1	12,3	9,2	7,9

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

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 9 maja 2018 o godzinie 8:47.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 9 maja 2018 o godzinie 8:47.

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, PBKM, Pemug, Polimex-Mostostal, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energia, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PBKM, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, 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, BEST, 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, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, 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, Rawlplug, Robyng, 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, PBKM, Robyng, 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.

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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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

Alior 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
data wydania	2017-07-31
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	46,99

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
data wydania	2018-02-28	2017-07-31
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	24,00	31,29

Archicom

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-04-26	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	15,30	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
data wydania	2018-03-27	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20
cena docelowa (PLN)	41,20	44,00	44,80	44,80	44,00	44,80
kurs z dnia rekomendacji	45,20	45,62	44,47	47,00	44,54	47,23

Asseco SEE

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-04-26	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	11,70	12,95	13,25	11,45

Atal

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

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	równoważ
data wydania	2018-04-26	2018-02-02	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,66	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	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-05-09	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	295,00	286,00	295,00	292,00	292,00	308,00	294,00
kurs z dnia rekomendacji	255,60	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	sprzedaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-05-09	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	449,51	506,40	532,50	548,60	512,33	512,33	468,78	453,01
kurs z dnia rekomendacji	567,00	519,50	495,00	530,00	490,70	481,30	441,30	416,00	399,00

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	89,71	85,40	85,87	90,13	79,54	77,07	82,00
kurs z dnia rekomendacji	55,00	57,00	55,90	61,25	65,16	62,73	69,69

Comarch

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-05-09	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	166,50	180,00	205,00	185,00	195,00	195,00	205,00
kurs z dnia rekomendacji	145,00	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	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-05-09	2018-04-04	2018-02-02	2018-01-18
cena docelowa (PLN)	103,50	103,50	95,40	95,40
kurs z dnia rekomendacji	96,65	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)	5,63	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
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	116,00	113,00	134,00	146,00
kurs z dnia rekomendacji	96,40	81,20	109,50	120,55

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	równoważ
data wydania	2018-04-27	2017-08-31
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,09	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	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2017-12-15	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	23,10	29,60	29,40	28,70	29,80	31,30	33,50
kurs z dnia rekomendacji	19,40	21,60	21,30	20,60	24,70	26,00	31,50

Ergis

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-04-27	2018-01-29
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,06	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	kupuj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01	2017-07-20
cena docelowa (PLN)	6,95	7,06	7,28	7,29	7,24	6,84	6,95
kurs z dnia rekomendacji	5,94	6,04	6,10	6,20	6,18	5,81	5,84

Forte

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-04-27	2018-02-02	2018-01-29	2017-08-31
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	50,70	43,00	49,10	74,02

GetBack

rekomendacja	zawieszona	kupuj
data wydania	2018-04-16	2017-11-30
cena docelowa (PLN)	-	33,38
kurs z dnia rekomendacji	4,52	23,00

Getin Noble Bank

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-01	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	1,40	1,50	1,50	1,27	1,27
kurs z dnia rekomendacji	1,17	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	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-05-09	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)	60,99	67,13	73,42	73,64	78,52	80,77	69,60	74,30	74,30	74,30	73,90
kurs z dnia rekomendacji	51,10	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
data wydania	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01
cena docelowa (PLN)	212,00	212,00	152,39
kurs z dnia rekomendacji	198,00	220,00	203,00

Jerónimo 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	kupuj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	109,12	108,14	120,71	122,30
kurs z dnia rekomendacji	79,32	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	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	53,04	53,46	53,47	57,20	58,70	71,74	73,90
kurs z dnia rekomendacji	50,80	48,80	50,90	47,51	48,25	60,70	68,33

Grupa Kęty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	363,01	357,21	379,66	391,41	390,72	414,09
kurs z dnia rekomendacji	353,00	346,00	352,50	385,00	408,00	402,10

KGHM

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-05-09	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
cena docelowa (PLN)	118,98	115,43	122,81	128,62	114,71	103,08	103,08	124,12	130,96	132,22	132,22
kurs z dnia rekomendacji	92,50	88,00	102,50	111,50	113,10	100,00	114,25	117,40	126,10	121,00	110,65

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	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-05-09	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)	52,81	51,73	51,08	52,67	51,53	51,53	51,61	51,61	48,25
kurs z dnia rekomendacji	55,62	54,60	56,30	57,78	58,48	61,66	66,37	59,75	58,86

LPP

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-20
cena docelowa (PLN)	9500,00	9500,00	9500,00	9400,00	9900,00	8200,00	8400,00	8800,00	7400,00
kurs z dnia rekomendacji	9 260,00	8 900,00	8 620,00	9 790,00	9 990,00	8 173,95	8 172,05	8 696,65	6 700,00

Mangata

rekomendacja	niedoważaj
data wydania	2018-03-29
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	95,60

Millennium

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

MOL

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (HUF)	2954,00	2898,00	3027,00	3152,00	3104,00	3077,00	2865,00
kurs z dnia rekomendacji	2 790,00	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	22,30	23,30	24,00

PBKM

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

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
data wydania	2018-02-01	2017-07-18	2017-07-03
cena docelowa (PLN)	157,00	145,42	137,42
kurs z dnia rekomendacji	135,90	131,25	124,80

Pfleiderer Group

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-04-27	2017-11-08
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	37,30	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	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-05-09	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)	8,17	7,96	7,51	7,65	7,73	7,73	7,73	7,57	7,25
kurs z dnia rekomendacji	6,20	5,71	5,98	6,58	6,03	6,63	6,79	6,83	6,75

PKN Orlen

rekomendacja	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	76,73	76,89	80,55	82,84	81,80	86,55	81,50
kurs z dnia rekomendacji	82,30	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)	30,93	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	kupuj
data wydania	2018-05-09	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	16,69	18,80	20,56	20,53
kurs z dnia rekomendacji	7,80	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	kupuj
data wydania	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02	2017-09-01	2017-07-17
cena docelowa (PLN)	26,48	27,72	28,37	28,94	30,50
kurs z dnia rekomendacji	14,75	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	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	2,73	2,98	3,38	3,23	3,64	3,89	3,67
kurs z dnia rekomendacji	2,38	2,69	3,08	3,10	3,75	3,92	3,65

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	kupuj
data wydania	2018-05-09	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-08
cena docelowa (PLN)	5,44	5,41	5,74	5,77	6,10	6,25
kurs z dnia rekomendacji	2,10	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	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-04-24	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	60,00	56,40	56,10	53,00	53,00	53,00
kurs z dnia rekomendacji	54,00	52,20	51,80	48,20	43,00	47,89

ZUE

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,12	6,18	6,44	6,89	9,20

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