

środa, 6 czerwca 2018 | opracowanie cykliczne

## Przegląd miesięczny: czerwiec 2018

### Rynek akcji, makroekonomia

#### Rynek akcji

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

#### Ze spółek

##### Finanse

Wyniki za 1Q'18 okazały się lepsze od oczekiwań i potencjał do obniżki konsensusu dla całego sektora bankowego jest obecnie niższy. Szczególnie w kontekście wyników za 1Q pozytywnie postrzegamy Alior Bank i Bank Handlowy, gdzie konsensus prognoz całorocznych ma szansę na wzrost. Ponadto, ostatnia przecena sektora bankowego w całej Europie spowodowała, że inwestycja w walory OTP czy EBS jest znowu atrakcyjna.

##### Chemia

Naszym faworytem z branży chemicznej pozostaje Ciech. Grupa Azoty ma w czerwcu szansę na techniczne odbicie po istotnych spadkach w maju.

##### Paliwa

Podtrzymujemy negatywny scenariusz dla sektora downstream z uwagi na drogą ropę i perspektywę nowych mocy. Po spadku marż rafineryjnych, teraz dość dynamicznie postępuje pogorszenie w petrochemii (szczególnie na polietylenie). Alternatywą dla rafinerii pozostaje PGN (ceny węglowodorów, perspektywa rozstrzygnięcia arbitrażu).

##### Energetyka

Indeks WIG-Energia odbił się od dna, ale dostrzegamy potencjał do kontynuacji wzrostów w kontekście tendencji na rentowności w wytwarzaniu i perspektywy rozstrzygnięć ws. rynku mocy. Podtrzymujemy negatywną rekomendację dla CEZ, który jest drogi na tle europejskiej konkurencji.

##### Telekomunikacja, media, IT

W czerwcu'18 spodziewamy się wzrostów OPL, wśród spółek mediowych pozytywne podejścia mamy zarówno do AGO, jak i WPL (AGO większy potencjał wzrostowy). Podwyższamy zalecenie dla ACP do trzymaj. Wśród spółek o mniejszej kapitalizacji najciekawiej prezentują się ATD i ASE.

##### Przemysł, metale

Baza wyników w 2Q'18 w spółkach przemysłowych znacząco się obniża (możliwe zaskoczenia pozytywne). Osłabienie PLN do EUR pozytywnie przekłada się na rentowność eksporterów. W czerwcu KGHM korzysta na trwających negocjacjach płacowych w kopalni Escondida. Z kolei JSW jest praktycznie największym na GPW beneficjentem osłabienia PLN do USD.

##### Budownictwo

W 2Q i 3Q widzimy ryzyko dalszego wzrostu zadłużenia spółek budowlanych oraz negatywnych zaskoczeń na wynikach. Uważamy, że kursy wybranych spółek spadły zbyt mocno (ERB, UNI), lecz przy obecnym otoczeniu w sektorze zalecamy niską alokację w akcje spółek budowlanych.

##### Deweloperzy

Wciąż zalecamy przeważanie deweloperów, preferując spółki z wysoką dywidendą i jakością działalności operacyjnej. Sześć preferowanych przez nas spółek jest wycenionych na P/E'18=7,0x, oferuje DYield = 8,9% oraz dalszą poprawę tych parametrów w 2019 roku.

##### Handel

Częściowe przesunięcie popytu z III'18 na IV'18 powinno wspierać wyniki kwartalne spółek odzieżowych i obuwniczych w 2Q. Uważamy, że największy potencjał do wzrostu w VI prezentują akcje JMT, TXM, VST, BTM, MON.

##### Kluczowe rekomendacje

**Pozytywne:** AGO, AMC, BTM, CCC, CIE, CMR, DOM, ECH, ENA, ENG, FMF, JMT, JSW, KGH, LCC, OPL, PGE, PFL, PGN, POZ, STL, TPE, UNI, WPL, VST

**Negatywne:** CEZ, EAT, MNG, PKN, URS

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	59 090	+0,3%	-7%
ATX	3 268	-4,6%	-3%
BUX	36 678	-3,3%	-7%
PX	1 073	-1,5%	+3%

Indeksy sektorowe WIG	1M	YTD	
WIG20	2 256	+1,1%	-8%
mWIG40	4 518	-0,3%	-5%
sWIG80	13 638	-2,6%	-6%
Banki	7 715	-0,2%	-9%
Budownictwo	2 335	-10,0%	-17%
Chemia	12 408	-1,6%	-19%
Energia	2 475	-1,6%	-17%
Górnictwo	3 860	+5,4%	-12%
Informatyka	2 014	+2,5%	-1%
Media	5 152	+0,4%	+8%
Nieruchomości	2 169	-1,2%	-1%
Odzież	7 231	-2,2%	-4%
Paliwa	6 212	+2,5%	-13%
Spożywczy	3 780	+0,2%	+4%
Telekomunikacja	696	-3,7%	-7%

Top 5 / Worst 5	1M	YTD	
Mostostal Zabrze	0,29	+81,3%	-55%
Braster	5,68	+42,0%	-18%
11 bit studios	483,50	+39,3%	+144%
CD Projekt	157,00	+25,7%	+62%
Lokum Dew.	18,50	+12,8%	+11%
TXM	1,30	-40,4%	-46%
Idea Bank	6,90	-40,5%	-70%
PCM	12,70	-40,9%	-56%
Work Service	1,91	-47,7%	-55%
Trakcja	3,00	-51,2%	-59%

#### Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Amica	przeważaj ▶	-
Asseco Poland	trzymaj ▲	41,20 PLN ▶
Budimex	trzymaj ▼	163,00 PLN ▼
CCC	kupuj ▲	295,00 PLN ▶
Ciech	kupuj ▶	88,64 PLN ▼
Dino	trzymaj ▼	103,50 PLN ▶
Elektrobudowa	trzymaj ▼	71,00 PLN ▼
Erbud	kupuj ▲	22,00 PLN ▼
Erste Bank	akumuluj ▲	40,00 EUR ▶
Grupa Kęty	trzymaj ▶	371,08 PLN ▲
Jeronimo Martins	kupuj ▲	16,40 EUR ▶
JSW	kupuj ▶	115,23 PLN ▲
KGHM	kupuj ▶	112,92 PLN ▼
Netia	redukuj ▲	4,30 PLN ▶
OTP Bank	kupuj ▲	12090 HUF ▶
PBKM	trzymaj ▶	76,26 PLN ▼
PCM	kupuj ▶	15,54 PLN ▼

## Rynek akcji

Wbrew naszym oczekiwaniom maj okazał się słabym miesiącem dla GPW (WIG20 -5,9% m/m). Skala umocnienia USD była większa niż pierwotnie zakładaliśmy, co negatywnie wpłynęło na zachowanie indeksów na rynkach wschodzących (MSCI EM -2,6% m/m). Negatywnie na WIG wpłynęły również majowe zmiany w składzie indeksu MSCI EM. Dodatkowo, niepewna sytuacja polityczna/gospodarcza we Włoszech/Turcji, a w konsekwencji eksplozja rentowności obligacji skarbowych w połączeniu ze słabszymi odczytami makro ze Strefy były powodem gorszego zachowania europejskich indeksów (CAC -3,5%, FTSE MIB -9,4%, DAX -0,1%). Pomimo turbulencji na rynku europejskim pozytywny sentyment utrzymywał się na giełdzie amerykańskiej (S&P500 +2,2%, NASDAQ +5,5%), gdzie inwestorów wspiera nadal solidne momentum makro, dobre wyniki spółek oraz skupy akcji własnych.

W krótkim terminie (w kolejnych tygodniach) oczekujemy, że otoczenie dla rynku akcji poprawi się m.in. za sprawą chwilowej stabilizacji sytuacji we Włoszech, poprawiającego się momentum makro w Strefie oraz stabilizacji kursu USD (odreagowanie na EM). Po spadkach z ostatnich tygodni oraz biorąc pod uwagę momentum wynikowe (będzie się poprawiać) uważamy, że główne sektory z WIG20 stanowią atrakcyjną opcję inwestycyjną.

### Europie pomoże słabsze EUR

W poprzednim raporcie miesięcznym wskazywaliśmy, że osłabienie EUR wpłynie pozytywnie na wskaźniki wyprzedzające w Strefie, co się jednak nie wydarzyło. Zagregowany wskaźnik dla całej Strefy spadł z poziomu 55,1 do 54,1 pkt. Wskaźnik dla przemysłu obniżył się z 56,2 do 55,5 pkt (dotyczy głównie nowych zamówień, produkcji i zatrudnienia), a w usługach z 54,7 do 53,9 pkt. W przemyśle nadal odczuwalne są ograniczenia po stronie podażowej (wydłużony czas dostaw, zaległości produkcyjne), ale może również niepokoić spadek subindeksu zamówień eksportowych. Na czerwcowe odczyty może negatywnie wpływać sytuacja polityczna we Włoszech, chociaż naszym zdaniem raczej obniży ona oczekiwania na kolejne odczyty. Słabszy wynik zostanie odebrany jako zgodny z oczekiwaniami, tj. obciążony ryzykiem ponownych wyborów, wzrostu rentowności obligacji, a w dłuższej perspektywie wyjściem Włoch ze Strefy. Z drugiej strony, obniżone oczekiwania zwiększają prawdopodobieństwo pozytywnego zaskoczenia, co naszym zdaniem warto obstawić zwiększając alokację w akcje. Słabsze EUR przeloży się na lepsze wyniki europejskich eksporterów (w ograniczonym stopniu za 2Q, ale znacząco w 2H), co powinno szczególnie pozytywnie wpływać na zachowanie DAXa. Turbulencje mogą powrócić na rynki wczesną jesienią jeżeli ECB, zgodnie z oczekiwaniami, we wrześniu ogłosi zakończenie/zmniejszenie QE (obecnie skup za kwotę 30 mld EUR miesięcznie). Każde kolejne ryzyko niestabilności Strefy bez wsparcia ECB na rynku długu będzie oznaczało na giełdach powtórkę z końca maja, tylko w większej skali.

### GPW – zdana na globalne przepływy kapitału nadal outsiderem

GPW nadal pozostaje pod wpływem globalnego przepływu kapitału na rynki wschodzące, przy słabym komponencie krajowego popytu. Według ostatnich dostępnych danych IZFA, w kwietniu z funduszy akcyjnych i mieszanych odpłynęło łącznie 376,5 mln PLN, co oznacza odpływ netto za ostatnie 12 miesięcy na poziomie 2,8 mld PLN. Nie mamy dokładnych danych dotyczących transferów z OFE do ZUS w ramach suwaka. Według szacunków IGTE (Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych) w br. OFE przekażą do ZUS 9,5 mld PLN, co daje średniomiesięcznie kwotę 791 mln PLN. ZUS do maja przekazał do OFE składki na łączną kwotę 1,36 mld PLN. Oznacza to, że odpływy netto z OFE miesięcznie wynoszą ok. 520 mln PLN (6,2 mld PLN w skali roku). Wprowadzenie PPK odsuwa się w czasie (ostatnia zapowiedź to połowa 2019 roku). W ostatnim miesiącu fundusze ETF dedykowane na rynki wschodzące straciły 2,46 mld USD (odpływy netto, -1,0% AUM), w porównaniu z -4,2 mld USD (-4,5%) w przypadku funduszy na Strefę euro i +30,5 mld USD na USA (+1,4%).

Naszym zdaniem, spadek ryzyka politycznego w Europie – przynajmniej na kilka tygodni – powinien nieco umocnić EUR lub przynajmniej zatrzymać trend aprecjacji USD. Biorąc pod uwagę skalę umocnienia USD i sytuację gospodarczą w takich krajach jak Turcja czy Argentyna uważamy, że korekta spadkowa na EM świadczy raczej o sile rynku.

Argumentem za wzrostami na GPW jest również analiza głównych sektorów z WIG20. Przypominamy, że prognozowane P/E dla WIG20 na koniec 2019 roku to 10,5x – historycznie i w relacji do MSCI EM (11,2x) to niski poziom. Uważamy, że zarówno spółki energetyczne, jak i banki wchodzą w okres kiedy poprawiają wyniki, a w efekcie i negatywny sentyment do spółek zaczyna się poprawiać. W pierwszym przypadku sektor kończy właśnie okres wieloletnich wysokich nakładów inwestycyjnych, kolejnych dużych projektów nie ma na razie przygotowanych, co oznacza znaczącą poprawę FCF w kolejnych kilku latach. Dodatkowo, wzrost cen energii będzie przekładał się na wzrost wyników wyższy niż zakłada dziś konsensus rynkowy na przyszły rok (szczegółowo opisaliśmy to w raporcie analitycznym *Energetyka* z 29 maja). Z kolei banki mają za sobą najgorszy kwartał w roku (od 2Q wzrost q/q), który dzięki wyższym wolumenom kredytów ostatecznie okazał się nieco lepszy niż zakładaliśmy. Za bankami przemawia również relatywnie niski poziom wycen. Wreszcie sektor wydobywczy jest beneficjentem silnego popytu na surowce w światowej gospodarce – również ze strony Chin (poprawa momentum makro). Spółki reprezentujące wymienione sektory stanowią 65% składu WIG20.

### Michał Marczak

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

## Sektory

### Finanse

- Obecnie widzimy już 14% 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%. Wątpliwości odnośnie fuzji powinny zostać rozwiązane do końca czerwca. 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 spowodują 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. Z drugiej strony BZ WBK chce wypłacić rekordowo wysoką dywidendę, która może sięgnąć nawet 23 PLN / akcję.
- Ostatnia przecena stwarza też okazję inwestycyjną w bankach zagranicznych. Uważamy, że w przypadku OTP i KOMB konsensus prognoz na cały rok jest za niski. Ponadto sprzyjająca sytuacja makroekonomiczna stwarza potencjał do dalszych pozytywnych zaskoczeń w Erste Banku, który notuje rekordowo niski poziom salda rezerw.
- **Kluczowe rekomendacje:** Alior Bank (kupuj), Komercni Banka (kupuj), PZU (kupuj), Bank Millennium (redukuj).

### Chemia

- Indeksy MSCI Chemicals dla Europy praktycznie nie zmieniły swojej wartości w maju i są notowane blisko swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Indeks WIG-Chemia podążał za spadkiem notowań Grupy Azoty 50% udziału w indeksie). Polskim spółkom chemicznym pomaga obserwowane w ostatnich dwóch miesiącach osłabienie PLN do USD. Z drugiej strony presję na wyniki wywierają rosnące ceny surowców energetycznych.
- Mimo znaczącej przeceny Grupy Azoty pozostajemy ostrożni odnośnie inwestycji w akcje z uwagi na oczekiwany dalszy spadek wyników w 2Q'18 oraz 3Q'18 oraz perspektywę ujemnych FCF w czterech kolejnych latach (program inwestycyjny).
- Najbardziej atrakcyjny wydaje nam się Ciech (możliwy Dyield'18 12%), wyhamowanie spadku wyników w 2018 roku, atrakcyjna wycena na tle innych spółek.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj).

### Paliwa

- „Miękki” komunikat Rosji i Arabii Saudyjskiej o możliwości zwiększenie kwot produkcyjnych w przyszłości stał się katalizatorem do przeceny na rynku ropy, aczkolwiek nie wydaje się, aby była to zapowiedź szybkich działań ze strony kartelu. Szczególnie, że o ostatnim spotkaniu części krajów OPEC podkreślano konieczność dużych inwestycji dla zapewnienia odpowiedniej podaży surowca. Nadal też trudno oszacować wpływ zamieszania wokół przywróconych sankcji na Iran. W tym kontekście znaczne

spadki liczby spekulacyjnych pozycji z ostatnich tygodni (zarówno na WTI jak i Brent jesteśmy poniżej 12-miesięcznych średnich) mogą wskazywać na wyczerpywanie się już potencjału spadkowego na cenach ropy.

- Ceny gazu zarówno na europejskim jak i polskim rynku dalej rosły w maju wbrew wzorcom sezonowym średnio o 8-13%, a spread transgraniczny na kontraktach rocznych PL/DE rósł nawet do 11 PLN/MWh. Aktualne ceny kontraktów miesięcznych są o 15 PLN/MWh wyższe niż średnia w 1Q'18, co dobrze wróży wynikom segmentu wydobywczego PGNiG i LTS w 2Q.
- Marże rafineryjne wzrosły na korekcie surowca w okolice 6 USD/Bbl przy odbiciu rentowności ciężkich produktów. Jednocześnie dyferencja Ural/Brent wrócił w okolice 1,0-1,5 USD/Bbl wobec kwietniowej średniej na poziomie 3 USD. Negatywnym zjawiskiem dla rafinerii europejskich jest obserwowany dynamiczny wzrost dyskonta w ropie WTI w relacji do Brent (już 11 USD/Bbl).
- Zapoczątkowana w kwietniu korekta marż petrochemicznych była kontynuowana, co potwierdza presję podażową na rynku polietylenu w Europie z uwagi na nowe moce uruchomione w USA. Spadki cen są jednak dość szerokie i nie dotyczą tylko tego jednego produktu.
- W takim scenariuszu makro utrzymujemy negatywne nastawienie do rafinerii, a jako alternatywę wskazujemy akcje PGNiG, które skorzysta nie tylko na drożejących węglowodorach, ale ma szansę na re-rating i ekspansję wskaźników wyceny (wynik arbitrażu z Gazpromem, uгода Gazpromu z KE, akwizycje na norweskim szelfie, brak zaangażowania w projekt atomowy).
- **Kluczowe rekomendacje:** PKN Orlen (redukuj), PGNiG (kupuj)

### Energetyka

- W maju notowania CO<sub>2</sub> wzrosły w okolice 16 EUR/t (13,6 EUR/t na koniec kwietnia), a węgiel w kontrakcie rocznym w ARA podrożał do 89 USD/t (+4% w stosunku do zamknięcia kwietnia) przy dużej presji na spocie (+12%). Nadal beneficjentami wzrostu cen prądu w Europie są czyste elektrownie i te zintegrowane pionowo, gdyż clean dark spread pozostaje ujemny.
- Sektorowy indeks MSCI Utilities Europe mimo pozytywnych trendów na rynku bazowym stracił w maju 3-4% na fali ogólnej wyprzedazy na peryferiach strefy euro. WIG Energia nie zdołał jednak odrobić tegorocznych strat, gdyż polskie spółki energetyczne notowały historyczne bądź lokalne minima.
- Na polskim rynku energii tendencje wciąż pozostają pozytywne. Cena w kontrakcie na rok 2019 sięga 215 PLN/MWh, co implikuje już wyższy clean dark spread od tego zabezpieczonego w kontraktach na rok bieżący o około 5-6 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 wyżki CO<sub>2</sub> na rentowność sektora w krótkim terminie. W kontekście prognoz na rok 2019 nie można też lekceważyć rosnącej rentowności źródeł odnawialnych przy wzroście cen energii r/r o 40 PLN/MWh i zielonych certyfikatach kwotowanych po 79 PLN/MWh vs. średnio 36 PLN w roku 2017 (łącznie z biomasą to ponad 7 TWh produkcji). Widzimy więc potencjał do pozytywnego zaskoczenia i rewizji w górę.
- Polski sektor jest już wyceniany na 3,7x EV/EBITDA'18. Biorąc pod uwagę ostatnie trendy makro, zbliżające się rozstrzygnięcia aukcji mocowych i perspektywę znacznej poprawy FCF rekomendujemy kupowanie akcji Enei,



Energi, PGE i Tauronu. W przypadku CEZ utrzymujemy rekomendację do sprzedaj (relatywnie wysoka wycena, zdyskontowane bieżące makro w konsensusie, nieuwzględnione ryzyko projektu atomowego).

- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (sprzedaj), Enea (kupuj), Energa (kupuj), PGE (kupuj), Tauron (kupuj)

## Telekomunikacja, media, IT

- Grupa Vodafone kupuje część aktywów Liberty Global. Transakcja dotyczy operatorów kablowych działających w Niemczech, Czechach, Rumunii i na Węgrzech i ma wartość 18,4 mld EUR (w tym w gotówce Vodafone zapłaci 10,8 mld EUR). Ostatecznie przejmowane aktywa wyceniono na poziomie 10,9-krotności EBITDA. Vodafone kupuje spółki, które współtworzyły w strukturach Liberty Global region Central Eastern Europe. Tylko jednak te, które działają w tych samych krajach, co sieci mobilne Vodafone, aby tworzyć firmy zintegrowane. Poza transakcją pozostają UPC Polska oraz UPC Slovakia.
- Po uzyskaniu zgody UOKiK i udanym wezwaniu do 66% Cyfrowy Polsat przejął kontrolę nad Netią. Od 18 czerwca usługi Netii dostępne będą w sieci sprzedaży Cyfrowego (na początek dostępne będą w 181 salonach Cyfrowego Polsatu/Polkomtela, a docelowo w całej sieci sprzedaży). Sieć sprzedaży liczy obecnie około 1,2 tys. punktów (w tym kilkaset partnerskich punktów sprzedaży usług satelitarnej TV). Stąd dostępność usług Netii istotnie wzrośnie. Wraz z wprowadzeniem usług Netii do sieci sprzedaży, grupa Cyfrowego Polsatu obejmie je programem rabatowym smartDOM. Abonenci usług Polkomtela lub Cyfrowego Polsatu będą mogli kupić usługi pod marką Netii z 10-złotowym rabatem za każdą.
- 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. Ponadto, transakcja sprzedaży przez Liberty Global operatorów krajowych z regionu CEE do Vodafone świadczy o mniejszym zainteresowaniu regionem.
- 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. była wyraźnie wyższa R/R w 1Q'18 (+8,0% wg danych Agory). Najwyższe wzrosty odczuły segmenty: Internet (+10,5% R/R), telewizja (+9,5% R/R) i radio (+8,0%).
- Struktura rynku reklamowego w 1Q'18 zmieniła się w kierunku Internetu (+0,5 p.p. do 32,5%) i telewizji (+0,5% do 47,5%) Dzienniki stanowią na 1Q'18 tylko 2,0% rynku reklamy w Polsce, magazyny 4,0%, radio i outdoor odpowiednio 5,0% i 8,0%.
- W maju'18 WIG INFO spadł o 2,4% (vs. +0,3% WIG). Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 15,4x (zgodnie z historyczną średnią z 3 lat, tym samym poziomem premii spadł o blisko 6% w ciągu 2 miesięcy).
- Sezon wyników za 1Q'18 przebiegał neutralnie dla spółek IT: łączny wynik EBITDA spółek wzrósł o 1,7% R/R (mediana wzrostu R/R = 11,3%), a łączny zysk netto spadł o 3,7% R/R (mediana +12,0%).
- Wśród spółek IT o mniejszej kapitalizacji naszymi faworytami są ASEE, Atende. Neutralne nastawienie mamy do Ailleronu i Asseco BS oraz do Wasko

(obniżyliśmy pozycjonowanie z/w na obniżenie prognoz na cały 2018 r. po słabym 1Q'18).

- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (kupuj), Wirtualna Polska (akumuluj), Agora (kupuj), Atende (przeważaj), Asseco SEE (przeważaj).

## Przemysł i metale

- W maju indeks MSCI Industrials dla Europy i dla świata delikatnie zyskiwały na wartości (odpowiednio +4% m/m i +1,7% m/m). Oba indeksy są obecnie notowane z niewielkimi premiami do swoich trzyletnich średnich na wskaźniku P/E oraz EV/EBITDA.
- W Polsce w 1Q'18 jak na razie 47% spółek poprawiło zeszłoroczne rezultaty i podobnie (53%) je pogorszyło. Jednocześnie przeważały spółki, w których wyniki pozytywnie zaskakiwały względem prognoz (33% pozytywnie; 27% negatywnie). Wśród największych „wygranych” w 1Q'18 wymienilibyśmy Cognor, Famur, Impexmetal, Pfeleiderer i Tarczyński. „Zawodziły” natomiast Amica, Boryszew, Elemental i Ergis.
- Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę, że w 2Q'18 znacząco obniża się baza ubiegłorocznych rezultatów. Warto przypomnieć, że w 2Q'17 aż 56% spółek pogorszyło r/r rezultaty i praktycznie żadna nie zaskoczyła pozytywnie względem prognoz.
- Ze średnich spółek najbardziej przekonani jesteśmy do Amica (możliwe przełamanie spadkowego trendu w 2Q'18, atrakcyjna wycena na tle sektora) oraz Famur (każdy kolejny kwartał powinien być lepszy q/q; 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 słabe wyniki i wysokie zadłużenie z ostrożnością podchodzimy do wyceny Ursus (obawy o rentowność na kontraktach eksportowych do Afryki) oraz Mangata (inflacja po stronie kosztów surowców i kosztów pracy; Mangata obecnie notowana jest z premiami do innych polskich spółek przemysłowych).
- Przy okazji publikacji aktualizujemy nasze prognozy dla Amica z uwagi na słabsze od oczekiwań wyniki 1Q'18. Liczymy, że Spółka w 2Q'18 mogłaby przełamać spadkowy trend rezultatów.
- Aktualnie polskie spółki przemysłowe są notowane na wskaźnikach P/E'18 11,2x oraz EV/EBITDA'18 7,0x. Naszym zdaniem obserwowane w ostatnim miesiącu osłabienie PLN do EUR i USD oraz możliwość zaskoczenia na wynikach w 2Q'18 przy niskiej bazie wyników zwiększa atrakcyjność sektora. Wciąż jednak podchodzimy bardzo selektywnie do wyboru spółek do portfela.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Famur (kupuj), Mangata (niedowóżaj), 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 wydobywaniu 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. Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę, że w kwietniu Chiny zaimportowały netto o 10% r/r więcej miedzi.
- Wysoka produkcja stali na świecie (duża ilość globalnie prowadzonych projektów infrastr.) 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 3 lat poziomie (brak ryzyka presji na koszty wsadów – koks 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 koks w chińskich portach powinny spadać – pozytywny wpływ na ceny węgla koksowego. Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę, że zapasy stali na rynku w Chinach spadają w najszybszym tempie od ostatnich 5 lat.
- Głównym wyzwaniem dla spółek wydobywczych w 2018 roku będzie presja po stronie wynagrodzeń (przywrócenie przywilejów pracowniczych w JSW, 6% wzrost wynagrodzeń w KGHM, negocjacje płacowe w Sierra Gorda w 4Q'18 przy odnowieniu porozumienia ze związkami).
- Ostatnie osłabienie PLN do USD rozbudza szanse na wzrost rentowności (metale notowane w USD). Ceny miedzi w PLN w ostatnich tygodniach przebiły szczyty z przełomu 2017/2018 roku.
- **Kluczowe rekomendacje:** KGHM (kupuj), JSW (kupuj).

## Budownictwo

- Zagregowana EBITDA spółek budowlanych spadła o 16% r/r (bez BDX: -12%). Negatywnie zaskoczyły Trakcja i Elektrotim, pozytywnie: Unibep i Ulma.
- Portfel zamówień analizowanych spółek wzrósł na koniec 1Q o 20% r/r. Pomijając Elbudowę, wielkość portfela nie stanowi problemu w żadnej ze spółek i pozwala na dużą selektywność w ofertowaniu. Problemem jest natomiast jakość portfeli.
- 13 czołowych spółek z sektora (bez BDX) miało na koniec 1Q dług netto na poziomie 3% kapitałów własnych vs. 14% gotówki netto na koniec 1Q'17. Powyższy wzrost zadłużenia w całości można przypisać pogorszeniu salda wyceny kontraktów budowlanych, co tylko wzmaga obawy o przyszłą rentowność sektora. Jedyną spółką, która istotnie poprawiła pozycję gotówkową r/r oraz zmniejszyła aktywo z tytułu wyceny kontraktów jest Elbudowa. Zdecydowane pogorszenie struktury bilansu wystąpiło w Trakcji, Torpolu i ZUE oraz w Mostostalu Warszawa.
- Trakcja zdecydowanie najmocniej rozczarowała wynikami i niepokojąco zwiększyła zadłużenie. Kiepska struktura bilansu i niekorzystne otoczenie rynkowe zniechęcają również do inwestycji w pozostałe spółki z segmentu (TOR, ZUE).
- W 2Q i 3Q widzimy ryzyko dalszego wzrostu zadłużenia spółek budowlanych w związku z (1) typową dla sektora sezonowością, (2) wprowadzeniem „split payment”. Pogarszające się bilanse spółek wzmagają ryzyko negatywnych zaskoczeń na wynikach.
- Odradzamy inwestycje w spółki budowlane z wyjątkiem Unibepu i Erbudu (w powyższej parze wciąż preferujemy UNI, posiadający mocną nogę deweloperską).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Unibep (kupuj), Trakcja (niedoważaj).

## Deweloperzy

- Wciąż zalecamy przeważanie deweloperów, preferując spółki z wysoką dywidendą i jakością działalności operacyjnej. Sześć preferowanych przez nas spółek jest wycenionych na P/E'18=7,0x, oferuje DYield = 8,9% oraz dalszą poprawę tych parametrów w '19.
- Marża deweloperska w spółkach giełdowych wyniosła w 27,3% i okazała się o 1,7 p.p. wyższa r/r i zarazem o 1 p.p. wyższa od naszego całorocznego szacunku. Największym pozytywnym zaskoczeniem były wyniki LCC przy jednoczesnym braku większej rozczarowań.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dom Development (kupuj), Echo Investment (kupuj), LC Corp (kupuj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj).

## Handel

- Od III 2018 roku obowiązuje ustawa zakazu handlu w niedzielę. W 2018 r. 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 wyniosłby 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.
- Istotna aprecjacja USDPLN r/r w ostatnich tygodniach może zmniejszyć pozytywny wpływ niższego kosztu zakupu na rentowność sprzedaży kolekcji jesień-zima'18 (kurs USDPLN w miesiącach czerwiec-lipiec).
- Niski koszt zakupu kolekcji wiosna-lato'18 denominowany w USDPLN powinien wspierać wyniki spółek w 2-3Q'18. 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).
- Dynamika sprzedaży r/r w CCC była obciążona przez efekt bazy (+15% r/r). Naszym zdaniem tendencja ta może się powtórzyć również w okresie czerwiec-wrzesień'18 (efekt wysokiej bazy). Pomimo przejściowego spowolnienia dynamiki sprzedaży, uważamy że spółka ma potencjał do poprawy marży brutto na sprzedaży r/r oraz ograniczenia tempa wzrostu kosztów SG&A r/r w tym okresie.
- Pomimo wysokiej aktywności AmRest na rynku M&A, oczekujemy że wyniki spółki w 2-3Q'18 obciążone będą przez dodatkowe koszty związane z konsolidacją przejętych biznesów, a tempo poprawy EBITDA będzie niższe od 20% r/r w tym okresie.
- Uważamy, że z mniejszych spółek potencjał do wzrostu mają MON (beneficjent osłabienia się USDPLN r/r), BTM (powrót do skutecznej strategii cenowej, dobre miesięczne wyniki sprzedażowe oraz korzyści związane z FX), VST (kontynuacja poprawy rezultatów r/r oraz potencjalna zgoda Prezesa UOKiK na fuzję ze spółką BTM) oraz TXM (oczekujemy odbudowy efektywności sprzedaży przy utrzymaniu relatywnie stabilnych kosztów SG&A).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Eurocash (kupuj), TXM (kupuj), JMT (kupuj), CCC (kupuj), Bytom (przeważaj), Monnari (przeważaj), Vistula (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
<b>Finanse</b>						<b>+18,2%</b>	<b>12,1</b>	<b>9,9</b>		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	71,45	+52,6%	9,7	8,2		
BZ WBK	kupuj	2018-03-05	357,80	430,00	366,20	+17,4%	14,4	11,8		
Getin Noble Bank	trzymaj	2018-05-09	1,17	1,40	1,08	+29,6%	21,8	8,1		
Handlowy	kupuj	2018-04-06	77,50	94,00	78,30	+20,1%	16,2	13,3		
ING BSK	akumuluj	2018-03-05	198,00	212,00	195,00	+8,7%	16,1	14,2		
Millennium	redukuj	2018-04-06	8,35	7,00	8,40	-16,7%	14,1	12,8		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	119,90	+30,9%	14,4	11,9		
PKO BP	trzymaj	2018-04-06	39,74	38,00	39,24	-3,2%	14,8	12,3		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	907,00	+22,5%	11,6	9,9		
Erste Bank	akumuluj	2018-06-06	34,78	40,00 EUR	34,78	+15,0%	10,6	9,9		
OTP Bank	kupuj	2018-06-06	10 210	12 090 HUF	10 210	+18,4%	10,3	9,5		
PZU	kupuj	2018-03-05	41,55	50,58	38,94	+29,9%	10,0	9,8		
GetBack	zawieszona	2018-04-16	4,52	-	3,75	-	-	-		
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	228,00	+32,0%	12,1	10,3		
Prime Car Management	kupuj	2018-06-06	12,70	15,54	12,70	+22,4%	7,2	6,2		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-02-02	30,60	56,30	28,20	+99,6%	6,8	5,7		
<b>Chemia</b>						<b>+23,5%</b>	<b>8,0</b>	<b>8,3</b>	<b>5,7</b>	<b>6,0</b>
Ciech	kupuj	2018-06-06	60,20	88,64	60,20	+47,2%	8,0	8,3	5,2	5,3
Grupa Azoty	trzymaj	2018-05-25	42,60	44,40	46,68	-4,9%	15,5	16,0	5,7	6,2
Polwax	kupuj	2018-05-09	7,80	16,69	8,10	+106,0%	5,4	4,0	6,7	6,0
<b>Paliwa</b>						<b>+12,4%</b>	<b>11,5</b>	<b>11,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>
Lotos	trzymaj	2018-05-09	55,62	52,81	57,12	-7,5%	15,3	11,5	6,4	5,6
MOL	trzymaj	2018-05-09	2 790	2 954 HUF	2 700	+9,4%	10,3	10,4	4,6	4,6
PGNiG	kupuj	2018-05-09	6,20	8,17	6,05	+35,0%	8,3	7,9	4,1	3,8
PKN Orlen	redukuj	2018-05-09	82,30	76,73	86,76	-11,6%	12,6	13,2	7,0	7,0
<b>Energetyka</b>						<b>+9,7%</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>
CEZ	sprzedaj	2018-05-29	551,00	458,38 CZK	564,50	-18,8%	21,3	19,8	8,5	8,4
Enea	kupuj	2018-05-29	9,57	12,62	10,34	+22,1%	5,0	3,8	4,1	3,6
Energa	kupuj	2018-05-29	9,00	15,58	9,23	+68,8%	4,8	4,6	3,4	3,3
PGE	kupuj	2018-05-29	9,28	13,60	9,98	+36,3%	6,1	6,0	3,7	3,5
Tauron	kupuj	2018-05-29	2,01	2,76	2,31	+19,5%	3,1	3,8	3,9	4,4
<b>Telekomunikacja, media, IT</b>						<b>+6,0%</b>	<b>21,0</b>	<b>15,7</b>	<b>7,0</b>	<b>6,4</b>
Netia	redukuj	2018-06-06	5,00	4,30	5,00	-14,0%	45,5	54,9	5,8	6,2
Orange Polska	kupuj	2018-04-06	5,83	7,60	5,08	+49,6%	22,3	12,2	4,4	4,0
Play	trzymaj	2018-04-06	32,70	30,93	25,60	+20,8%	7,1	6,8	5,5	5,7
Agora	kupuj	2018-04-06	14,50	18,40	14,95	+23,1%	28,4	30,8	5,1	5,3
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-04-06	24,84	25,30	25,36	-0,2%	13,0	11,1	7,0	6,4
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-04-24	54,00	60,00	53,60	+11,9%	21,0	18,0	11,4	9,6
Asseco Poland	trzymaj	2018-06-06	44,00	41,20	44,00	-6,4%	15,0	15,7	8,7	8,2
CD Projekt	sprzedaj	2018-04-06	114,90	90,80	157,00	-42,2%	75,6	22,7	59,9	17,4
Comarch	akumuluj	2018-05-09	145,00	166,50	145,00	+14,8%	20,9	15,4	8,2	7,2
<b>Przemysł, surowce</b>						<b>+19,8%</b>	<b>10,5</b>	<b>6,5</b>	<b>7,0</b>	<b>4,9</b>
Famur	kupuj	2018-05-09	5,94	6,95	6,10	+13,9%	17,5	13,6	8,4	7,3
Grupa Kęty	trzymaj	2018-06-06	360,50	371,08	360,50	+2,9%	12,5	12,6	8,9	8,8
JSW	kupuj	2018-06-06	86,66	115,23	86,66	+33,0%	4,5	6,1	2,4	2,8
Kemcel	trzymaj	2018-05-09	50,80	53,04	52,50	+1,0%	11,1	5,8	7,4	4,9
KGHM	kupuj	2018-06-06	96,52	112,92	96,52	+17,0%	7,9	6,2	4,6	3,5
Stelmet	kupuj	2018-05-09	14,75	26,48	14,15	+87,1%	9,9	6,8	6,7	4,9
<b>Budownictwo</b>						<b>+14,0%</b>	<b>10,3</b>	<b>10,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>
Budimex	trzymaj	2018-06-06	153,00	163,00	153,00	+6,5%	11,5	12,6	4,8	5,0
Elektrobudowa	trzymaj	2018-06-06	69,00	71,00	69,00	+2,9%	13,8	13,6	5,4	5,4
Erbud	kupuj	2018-06-06	14,90	22,00	14,90	+47,7%	9,1	7,3	4,0	3,5
Unibep	kupuj	2018-04-06	7,50	10,10	5,44	+85,7%	6,2	5,3	4,1	3,2
<b>Deweloperzy</b>						<b>+17,4%</b>	<b>8,8</b>	<b>9,1</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>
Atal	akumuluj	2018-04-06	43,40	47,00	43,00	+9,3%	8,6	9,0	7,3	7,8
Capital Park	kupuj	2018-04-06	5,95	8,35	5,50	+51,8%	10,9	9,2	17,7	17,0
Dom Development	kupuj	2018-03-20	85,80	103,10	86,00	+19,9%	9,0	9,2	7,2	7,5
Echo	kupuj	2018-04-06	5,23	5,63	4,62	+21,9%	6,3	5,8	7,3	7,5
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	9,04	+6,2%	10,9	9,4	15,1	14,2
LC Corp	kupuj	2018-04-06	2,70	3,50	2,72	+28,7%	6,6	5,8	8,5	7,7
<b>Handel</b>						<b>+13,7%</b>	<b>26,6</b>	<b>19,0</b>	<b>14,7</b>	<b>12,5</b>
AmRest	redukuj	2018-04-06	449,50	426,00	456,00	-6,6%	48,0	37,7	15,7	12,5
CCC	kupuj	2018-06-06	242,80	295,00	242,80	+21,5%	31,7	18,8	17,9	12,5
Dino	trzymaj	2018-06-06	107,40	103,50	107,40	-3,6%	33,0	24,7	20,4	15,7
Eurocash	kupuj	2018-04-06	24,41	30,70	23,45	+30,9%	24,6	19,0	7,9	6,8
Jeronimo Martins	kupuj	2018-06-06	13,52	16,40 EUR	13,52	+21,3%	18,3	17,1	8,0	7,3
LPP	trzymaj	2018-05-09	9 260	9 500	9 280	+2,4%	26,6	22,7	14,7	12,5
TXM	kupuj	2018-05-09	2,10	5,44	1,30	+318,5%	7,4	2,8	5,9	3,2
<b>Inne</b>						<b>+4,5%</b>	<b>10,7</b>	<b>9,7</b>	<b>7,1</b>	<b>6,5</b>
PBKM	trzymaj	2018-06-06	73,00	76,26	73,00	+4,5%	10,7	9,7	7,1	6,5

## 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
<b>Spółki IT</b>						<b>14,2</b>	<b>10,9</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	15,65	-3,4%	18,6	16,2	8,5	7,0
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	25,80	-7,9%	15,0	13,6	10,0	9,2
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	12,50	+6,8%	11,4	10,9	5,1	4,7
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	4,35	+2,4%	10,1	9,1	6,2	5,8
Wasko	równoważ	2018-05-30	1,68	1,69	+0,6%	14,2	9,4	5,3	4,5
<b>Spółki przemysłowe</b>						<b>10,5</b>	<b>11,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	54,90	+16,8%	10,9	11,9	8,9	8,8
Amica	przeważaj	2018-06-06	121,00	121,00	+0,0%	8,5	6,9	5,5	4,6
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	26,80	+11,7%	14,7	15,3	8,4	8,6
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	8,00	-18,8%	10,1	9,7	6,8	6,3
Elemental	równoważ	2018-04-27	1,09	0,95	-12,8%	3,8	3,3	4,2	3,7
Ergis	równoważ	2018-04-27	4,06	3,88	-4,4%	8,7	8,2	6,2	5,7
Forte	równoważ	2018-04-27	50,70	50,00	-1,4%	21,4	13,6	13,8	10,6
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	71,80	+13,1%	19,6	20,1	11,7	11,6
Mangata	niedoważaj	2018-03-29	95,60	92,80	-2,9%	12,5	12,2	7,6	7,3
Pfleiderer Group	przeważaj	2018-04-27	37,30	37,00	-0,8%	17,7	15,8	6,3	5,9
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,58	+20,1%	6,5	3,7	5,8	2,6
Tarczyński	równoważ	2018-05-30	14,50	14,90	+2,8%	8,0	11,1	5,6	6,2
<b>Budownictwo</b>						<b>20,2</b>	<b>9,0</b>	<b>5,6</b>	<b>4,5</b>
Elektrotim	równoważ	2018-05-28	5,80	5,00	-13,8%	30,3	12,8	5,6	4,8
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,18	-13,4%	10,0	7,0	5,2	4,3
Torpol	równoważ	2018-05-28	6,40	5,70	-10,9%	26,7	8,3	6,9	4,2
Trakcja	niedoważaj	2018-05-18	3,65	3,00	-17,8%	23,6	21,5	5,5	5,4
Ulma	równoważ	2018-05-28	73,00	74,00	+1,4%	9,2	8,9	3,7	3,5
ZUE	równoważ	2018-05-28	5,86	5,24	-10,6%	16,8	9,1	6,8	5,5
<b>Deweloperzy</b>						<b>6,9</b>	<b>6,5</b>	<b>8,2</b>	<b>6,0</b>
Archicom	przeważaj	2018-04-26	15,30	14,40	-5,9%	6,7	4,7	6,7	5,2
BBI Development	równoważ	2018-04-26	0,66	0,61	-7,6%	14,1	6,7	13,9	6,2
i2 Development	równoważ	2018-05-28	17,30	16,80	-2,9%	4,6	4,8	5,5	5,9
JWC	niedoważaj	2018-03-29	4,16	3,45	-17,1%	6,2	4,5	6,1	4,5
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-03-29	17,80	18,50	+3,9%	6,2	7,0	4,6	5,3
PA Nova	równoważ	2018-03-29	22,30	22,00	-1,3%	7,2	8,3	10,6	11,9
Polnord	równoważ	2018-02-02	10,50	7,34	-30,1%	12,1	9,8	31,1	21,5
Ronson	równoważ	2018-04-03	1,32	1,10	-16,7%	7,9	6,3	9,7	8,5
<b>Handel</b>						<b>12,5</b>	<b>11,2</b>	<b>8,1</b>	<b>7,1</b>
Bytom	przeważaj	2018-05-23	2,92	2,80	-4,1%	12,5	11,4	8,1	7,1
Gino Rossi	zawieszona	2018-05-23	0,63	0,62	-1,6%	-	-	-	-
Monnari	przeważaj	2018-05-23	7,19	7,10	-1,3%	9,3	8,7	4,2	3,7
Vistula	przeważaj	2018-05-23	4,79	4,80	+0,2%	13,7	11,2	9,2	7,5

#### 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 czerwca 2018 o godzinie 8:48.  
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 6 czerwca 2018 o godzinie 8:48.

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, 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, Erga, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PBKM, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PZU, Solar Company, 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, Groclin, 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, Oponee.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pekabex, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, 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: 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, Robyg.

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

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

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

Niniejsze opracowanie zawiera 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 finansowy 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 deweloperkich; 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	przeważaj
data wydania	2018-06-06	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	121,00	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	trzymaj	redukuj	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj
data wydania	2018-06-06	2018-03-27	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20
cena docelowa (PLN)	41,20	41,20	44,00	44,80	44,80	44,00	44,80
kurs z dnia rekomendacji	44,00	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	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02	2017-07-24
cena docelowa (PLN)	163,00	216,39	246,00	267,00
kurs z dnia rekomendacji	153,00	215,00	197,80	229,50



**Bytom**

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-05-23	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,92	2,50	2,67	2,37

**BZ WBK**

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

**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	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-06-06	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	295,00	286,00	295,00	292,00	292,00	308,00	294,00
kurs z dnia rekomendacji	242,80	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	sprzedaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-05-29	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)	458,38	449,51	449,51	506,40	532,50	548,60	512,33	512,33	468,78	453,01
kurs z dnia rekomendacji	551,00	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	kupuj
data wydania	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	88,64	89,71	85,40	85,87	90,13	79,54	77,07	82,00
kurs z dnia rekomendacji	60,20	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	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-04	2018-02-02	2018-01-18
cena docelowa (PLN)	103,50	103,50	103,50	95,40	95,40
kurs z dnia rekomendacji	107,40	96,65	85,10	85,00	80,00

**Dom Development**

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

**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	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	71,00	116,00	113,00	134,00
kurs z dnia rekomendacji	69,00	96,40	81,20	109,50

**Elektrotim**

rekomendacja	równoważ	przeważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-05-28	2017-11-16	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	5,80	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	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-05-29	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)	12,62	11,78	12,11	12,98	12,82	12,82	14,59	15,23	12,60
kurs z dnia rekomendacji	9,57	9,10	10,36	11,07	12,19	11,89	14,80	15,25	13,14

**Energa**

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-05-29	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)	15,58	14,91	14,71	15,20	14,97	14,81	14,49	13,50	13,20	10,71
kurs z dnia rekomendacji	9,00	9,96	10,11	12,21	12,60	12,09	13,40	13,64	11,65	10,87

**Erbud**

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2017-12-15	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	22,00	23,10	29,60	29,40	28,70	29,80	31,30	33,50
kurs z dnia rekomendacji	14,90	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	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-06-06	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (EUR)	40,00	40,00	35,98	35,98
kurs z dnia rekomendacji	34,78	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	zawieszona	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-05-23	2017-11-28	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,63	1,29	1,78

**Grupa Azoty**

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-05-25	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)	44,40	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	42,60	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	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-05-28	2018-01-12
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,30	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	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-06-06	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (EUR)	16,40	16,40	16,90	16,90	17,10	17,10	17,10
kurs z dnia rekomendacji	13,52	14,90	15,17	17,12	16,50	15,85	16,76

## JSW

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	115,23	109,12	108,14	120,71	122,30
kurs z dnia rekomendacji	86,66	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	trzymaj
data wydania	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	371,08	363,01	357,21	379,66	391,41	390,72	414,09
kurs z dnia rekomendacji	360,50	353,00	346,00	352,50	385,00	408,00	402,10

## KGHM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-06-06	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)	112,92	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	96,52	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
data wydania	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	300,94	340,17	308,06
kurs z dnia rekomendacji	222,20	293,45	340,95

## 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
data wydania	2018-04-06	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	7,00	7,00
kurs z dnia rekomendacji	8,35	9,59

## 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	przeważaj	równoważ
data wydania	2018-05-23	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,19	8,21	8,93	7,89

**Netia**

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	4,30	4,30	4,60	4,00
kurs z dnia rekomendacji	5,00	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	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-06-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (HUF)	12090,00	12090,00	10901,00	10901,00	10901,00	10901,00	10901,00
kurs z dnia rekomendacji	10 210,00	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	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	76,26	76,83	76,00	71,00	71,00	66,30	63,90
kurs z dnia rekomendacji	73,00	77,00	73,00	69,60	63,00	63,00	54,50

**Prime Car Management**

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	15,54	33,00	35,30
kurs z dnia rekomendacji	12,70	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	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-05-29	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)	13,60	12,89	12,61	13,30	13,20	13,61	14,98	14,46	14,46
kurs z dnia rekomendacji	9,28	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
data wydania	2018-02-02	2017-12-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	10,50	8,70

**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	przeważają
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	niedoważają	niedoważają
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	równoważ	przeważają
data wydania	2018-05-30	2018-01-29	2017-11-20
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	14,50	13,05	11,00

**Tauron**

rekomendacja	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	2,76	2,73	2,98	3,38	3,23	3,64	3,89	3,67
kurs z dnia rekomendacji	2,01	2,38	2,69	3,08	3,10	3,75	3,92	3,65

**Torpol**

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	przeważają
data wydania	2018-05-28	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	6,40	7,50	7,98	8,16	8,55	10,93	12,05

**Trakcja**

rekomendacja	niedoważają	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważają	niedoważają	równoważ
data wydania	2018-05-18	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	3,65	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	równoważ
data wydania	2018-05-28	2018-03-29	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	73,00	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	przeważają	równoważ	przeważają	równoważ	przeważają	przeważają
data wydania	2018-05-23	2018-02-02	2018-01-19	2017-12-13	2017-11-28	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,79	5,16	4,34	4,36	3,88	3,26

**Wasko**

rekomendacja	równoważ	przeważają	przeważają	przeważają
data wydania	2018-05-30	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,68	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	równoważ	niedoważają	niedoważają
data wydania	2018-05-28	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	5,86	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](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

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

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

**Biuro Aktywnej Sprzedaży**

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

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