

czwartek, 2 sierpnia 2018 | opracowanie cykliczne

## Przegląd miesięczny: sierpień 2018

### Rynek akcji, makroekonomia

#### Rynek akcji

Ryzyko eskalacji wojny handlowej w sierpniu pozostaje wysokie, dlatego oczekujemy dużej zmienności indeksów. Dobre makro i wyniki spółek powinny wspierać indeksy.

#### Ze spółek

##### Finanse

Pomimo ostatnich wzrostów oczekujemy utrzymania pozytywnego sentymentu do sektora finansowego. Szczególnie pozytywnie postrzegamy silny popyt na kredyty detaliczny w wynikach za 2Q'18, który naszym zdaniem będzie napędzał wyniki także w kolejnych kwartałach. Zwracamy też uwagę, że przecena sektora bankowego w CEE pozostawiła wyceny OTP, EBS czy KOMB na bardzo atrakcyjnym poziomie.

##### Chemia

Spółki chemiczne w 2Q'18 odczują wyższe ceny gazu i surowców energetycznych. Słabsze wyniki Ciech jako okazja do kupna.

##### Paliwa

Po ostatnim dość odosobnionym w sektorze rajdzie polskich spółek rafineryjnych obniżamy rekomendacje dla Orlenu i Lotosu do sprzedaj. Preferujemy akcje MOL-a oraz PGNiG, który dość wybiórczo reaguje na docierające na rynek informacje (wielka wyprzedaż po decyzji dywidendowej i brak reakcji na dobre wyniki, decyzję taryfową z URE czy wyrok arbitrażu).

##### Energetyka

Indeks WIG-Energia, po słabszym czerwcu, ponownie pokazuje oznaki ożywienia, czemu sprzyjają trendy na TGE i dobre perspektywy wyników sektora w '19. Liczymy, że będzie to początek większego ruchu na polskich spółkach energetycznych, na których dostrzegamy duży dwucyfrowy potencjał wzrostu.

##### Telekomunikacja, media, IT

W sierpniu spodziewamy się wzmocnienia kursu OPL po dobrych wynikach za 2Q'18 oraz podpisaniu umowy z T-Mobile. Z kolei notowania Play mogą być pod presją. Podtrzymujemy pozytywne podejście do AGO oraz WPL. W przypadku AGO wskazujemy jednak na perspektywę słabych wyników za 2Q'18. Pozytywne podejście mamy do CMR, ATD i ASE.

##### Przemysł, surowce

W 2Q'18 niska baza oraz osłabienie PLN pozytywnie przekładać się będzie na dynamikę poprawy wyników. Pozytywnych zaskoczeń upatrywalibyśmy w AML, AMC, COG, FMF, KER i TAR. Negatywnych w BRS i IPX. Wyniki 2Q nie będą raczej pozytywnie wpływały na sentyment do spółek surowcowych. Fundamenty cen węgla i metali pozostają dobre, ale perspektywy wojny handlowej uderzają w sentyment.

##### Budownictwo

Spadek ZN segmentu budowlanego w Budimeksie o niemal 50% r/r w 2Q'18 nastroja pesymistycznie do całego sektora, w którym kolejny kwartał z rządu spodziewamy się wzrostu przychodów przy pogarszających się marżach.

##### Deweloperzy

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do sektora deweloperskiego. Zwracamy uwagę na wysoki DYield'19 w niektórych spółkach z sektora (12-13% w 1AT, DOM, ECH, LCC).

##### Handel

Poprawa sytuacji konsumenta pozytywnie przekłada się na wyniki spółek w 2Q'18. Preferujemy pozytywne podejście do CCC, EUR, LPP, BTM oraz VST. Naszym zdaniem pod presją mogą znaleźć się notowania EAT oraz DNP.

#### Kluczowe rekomendacje

**Pozytywne:** 1AT, ALR, AMC, BTM, CCC, CIE, EBS, ECH, ENA, ENG, EUR, FMF, FTE, JSW, KGH, KER, LCC, LPP, PFL, PGE, PGN, POZ, STL, TPE, UNI

**Negatywne:** CEZ, EAT, KSW, LTS, PKN

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	60 226	+7,6%	-6%
ATX	3 426	+5,6%	+2%
BUX	36 208	+0,2%	-8%
PX	1 090	+2,4%	+6%

Indeksy sektorowe WIG	1M	YTD	
WIG20	2 315	+9,6%	-5%
mWIG40	4 352	+3,9%	-7%
sWIG80	13 011	+3,4%	-8%
Banki	7 957	+10,2%	-6%
Budownictwo	2 183	+1,9%	-23%
Chemia	12 233	+2,9%	-20%
Energia	2 417	+3,1%	-19%
Górnictwo	3 788	+7,9%	-14%
Informatyka	2 087	+10,2%	+2%
Media	4 734	-2,3%	-1%
Nieruchomości	2 135	+2,2%	-3%
Odzież	6 823	+5,2%	-9%
Paliwa	6 660	+10,8%	-7%
Spożywczy	3 611	+4,3%	-0%
Telekomunikacja	648	-0,6%	-13%

Top 5 / Worst 5	1M	YTD	
PBG	0,14	+75,0%	-13%
Trakcja	4,31	+56,7%	-40%
Elemental	1,38	+46,8%	-41%
Polimex-MS	4,15	+33,0%	+3%
CFI Holding	0,42	+31,3%	+17%
Eko Export	4,40	-21,4%	-46%
Elektrotim	5,38	-22,0%	-39%
Work Service	1,33	-25,7%	-68%
Medicalgo	104,00	-29,9%	-47%
Kopex	1,26	-37,0%	-67%

#### Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Budimex	trzymaj ▶	125,00 PLN ▼
Ciech	kupuj ▶	82,52 PLN ▲
Dom Dev.	kupuj ▲	87,80 PLN ▶
Erste Bank	kupuj ▲	43,00 EUR ▲
Famur	kupuj ▶	6,56 PLN ▼
Grupa Azoty	trzymaj ▶	42,13 PLN ▼
Grupa Kęty	trzymaj ▶	355,61 PLN ▼
ING BSK	akumuluj ▼	212,00 PLN ▶
Jeronimo Martins	kupuj ▶	15,20 EUR ▼
JSW	kupuj ▶	108,69 PLN ▲
KGHM	kupuj ▶	111,08 PLN ▼
Kruszwica	niedoważaj ▼	-
Lotos	sprzedaj ▼	52,51 PLN ▶
Millennium	sprzedaj ▼	7,00 PLN ▶
PKN Orlen	sprzedaj ▼	76,84 PLN ▶
PZU	akumuluj ▼	47,50 PLN ▼
Wirtualna Polska	kupuj ▲	60,00 PLN ▶

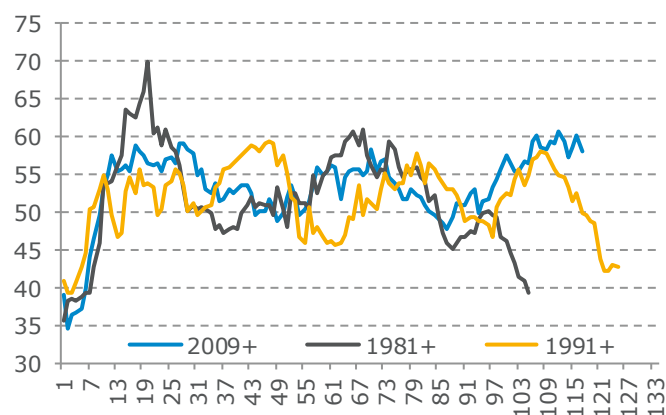
## Rynek akcji

**Zgodnie z oczekiwaniami korekta indeksów, wykupienie rynku w krótkim okresie, niskie wyceny i osłabienie lokalnych walut były okazją dla globalnego kapitału do powrotu na EM. Dodatkowo ryzyko przykładowe do EM zostało zmniejszone po ogłoszeniu przez Chiny pakietu wspierającego gospodarkę oraz chęć powrotu do rozmów z USA ws. polityki celnej. Dzięki rosnącemu prawdopodobieństwu wejścia w życie PPK (od połowy 2019 r.) i poprawiającemu się momentum wyników, w ostatnich tygodniach GPW wreszcie pokazała relatywną siłę vs. EM. Sierpień powinien upłynąć pod wpływem pozytywnego momentu makro i dobrych raportów okresowych za 2Q. Z drugiej strony, przed nami rozstrzygnięcia co do kolejnego etapu wojny handlowej Chiny-USA (pakiet produktów o wartości 200 mld USD), gdzie USA zaostrzają stanowisko, a rynki zdyskontowały już chęć powrotu Chińczyków do negocjacji.**

### Makro nadal wspiera rynki

Momentum makro w głównych gospodarkach światowych pozostaje pozytywne, pomimo rosnącego zagrożenia wojną handlową. Można było oczekiwać, że wskaźniki wyprzedzające zareagują na ten czynnik ryzyka bardziej negatywnie, tymczasem w przypadku Chin PMI w przemyśle obniżył się do 50,8 (vs. 51,0 poprzednio). W Strefie euro wskaźniki wyprzedzające pokazały niejednoznaczną sytuację. W największych gospodarkach, tj. w Niemczech i Francji, nastąpił wzrost PMI w przemyśle odpowiednio 56,9 vs. 55,9 i 53,3 vs. 52,5. Z drugiej strony, miało miejsce pogorszenie oczekiwań na peryferiach Strefy (szczególnie we Włoszech i Hiszpanii). Bilans netto jest dodatni, bo zagregowany wskaźnik dla przemysłu Strefy wzrósł do 55,1 vs 54,9. W Polsce wskaźnik obniżył się do 52,9 z 54,2 w czerwcu. Największym zaskoczeniem jeśli chodzi o wskaźniki wyprzedzające był spadek ISM Manufacturing (58,1 vs. 60,2, gdzie nowe zamówienia 60,2 vs. 63,5). Zwracamy uwagę, jak wygląda obecny cykl dla wskaźnika ISM na tle poprzednich długoterminowych cykli gospodarczych (ryzyko spowolnienia).

### ISM Manufacturing w poszczególnych cyklach



Źródło: Bloomberg

Wojna handlowa nie zmieniła nastawienia FOMC, co do ścieżki podwyżek stóp procentowych (2 jeszcze w tym roku). W ocenie FED gospodarka nadal znajduje się w fazie ekspansji, ze szczególnym uwzględnieniem silnego rynku pracy i nadal dobrego momentum w budżetnictwie. Pomimo, że FED stopniowo zacieśnia/normalizuje politykę monetarną to w skali gospodarki światowej podaż pieniądza nadal silnie rośnie, głównie za sprawą polityki ECB (ponad 8% wzrost bilansu r/r), BoJ oraz Chin.

Wzrost stóp procentowych w USA rodzi obawy o rosnące płatności z tytułu obsługi kredytów (szczególnie hipotecznych), co może mieć negatywny wpływ na poziom konsumpcji w USA. Wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych do 4,25% oznacza, że w ujęciu historycznym jest ono nadal relatywnie niskie, a biorąc pod uwagę poprawę sytuacji na rynku pracy oraz fakt, że Amerykanie spłacili część kredytów, skala obciążeń z tytułu odsetek w relacji do dochodu rozporządzalnego nadal utrzymuje się na rekordowo niskim poziomie (2,8% w 1Q).

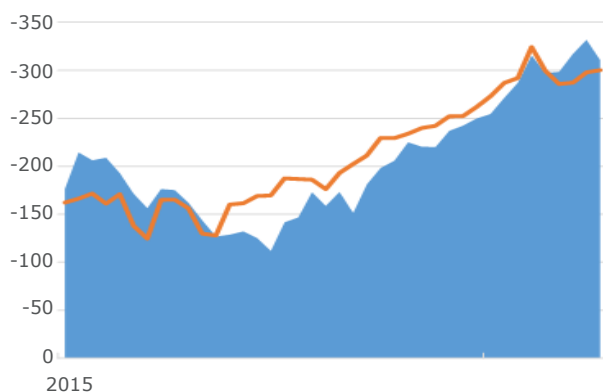
### Wojna celna – kolejne odsłony przed nami

Wojna celna z Chinami ma szersze podłoże i sprowadza się do żądań USA dotyczących m.in. zaprzestania: subsydiowania przez rząd chiński spółek technologicznych w ramach programu China 2025 (nierówna konkurencja na rynkach międzynarodowych), łączenia dostępu do rynku chińskiego z przymusowym transferem technologii przez zagranicznych inwestorów, wykupu amerykańskich spółek technologicznych przez chińskie podmioty wspierane przez państwowe banki, naruszania patentów i kradzieży własności intelektualnej. Gros z tych żądań będzie bardzo trudne do osiągnięcia, dlatego po tym jak Chiny nieoficjalnie zadeklarowały chęć przystąpienia do ponownych rozmów (pozytywna reakcja rynków), z administracji Trumpa wypłynęła informacja o zamiarze podwyższenia odwetowych taryf (z 10% na 25%) na chińskie towary o wartości 200 mld USD. Decyzja jeszcze nie zapadła (potencjalny termin wejścia w życie to koniec sierpnia), ale pokazuje że „puła na stole pokerowym” rośnie, a kolejne odsłony rozgrywki nadal przed nami. W odpowiedzi na amerykańskie cła Chiny przygotowały pakiet stymulacyjny, który miałby zniwelować wpływ wojny handlowej na chińskie firmy. Pakiet obejmuje m.in. zwiększenie wydatków fiskalnych jak również zwiększenie płynności w systemie bankowym.

Z kolei, zmalało prawdopodobieństwo eskalacji wojny handlowej na linii USA-UE. Wprawdzie przedstawiciele UE poinformowali, że w przypadku wprowadzenia przez USA ceł na europejskie samochody, przygotowali odwetowe taryfy na produkty amerykańskie warte ok. 20 mld USD (lista ta zawiera produkty rolne, maszyny i produkty technologiczne), to jednak po spotkaniu Trump-Juncker rynki uwierzyły, że obie strony osiągną kompromis. Obie strony zadeklarowały chęć utrzymania polityki zerowych stawek celnych na większość produktów, zawieszenie ceł na stal i aluminium, rozwiązanie kwestii ceł na samochody. Należy przy tym pamiętać, że nie mamy do czynienia z nową umową handlową, a jedynie wstępnym, nieformalnym porozumieniem. W ocenie niektórych obserwatorów może ono być elementem wzmacniającym pozycję USA w rozmowach z prawdziwym geopolitycznym przeciwnikiem, tj. Chinami.

### Jednak pierwszy miesiąc dywergencji – sygnał ostrzegawczy dla rynku

W strategii inwestycyjnej na rok 2018 zwracaliśmy uwagę na wysokie zalewarowanie zajętych pozycji na amerykańskim rynku akcji, przy czym nie sam poziom zadłużenia historycznie wskazywał na odwrócenie trendu, ale powstałe dywergencje (wzrost indeksu przy spadku zadłużenia). W czerwcu przy wzroście S&P500 o 0,5% m/m net margin debt obniżył się o 6,4% m/m. FINRA publikuje dane z miesięcznym opóźnieniem, więc nie wiemy, czy tendencja ta powtórzyła się w lipcu. Biorąc pod uwagę, że indeks zwyżkował w tym czasie o 3,6% m/m, a średni poziom bieżącego P/E przekracza 20, naszym zdaniem dalszy spadek margin debt w tej sytuacji byłby sygnałem ostrzegawczym na kolejne miesiące.

**Net margin debt na tle S&P500**

Źródło: FINRA, Bloomberg

**Umorzenia w TFI, napływ USD do ETF, szansa na PPK**

Pod względem przepływów kapitałowych czerwiec był najsłabszym miesiącem dla polskich funduszy akcyjnych od października 2016. Jak podaje IFZA odpływy netto wyniosły 996 mln PLN, co daje łączną kwotę -2,3 mld PLN od początku roku. Oczywiście nie posiadamy jeszcze danych za lipiec, ale wydaje się, że skala umorzeń w minionym miesiącu była zdecydowanie mniejsza, głównie za sprawą poprawy sentymentu na GPW. To z kolei efekt odwrócenia się trendu umorzeń w ETF dedykowanych na EM, który trwał nieprzerwanie w kolejnych tygodniach od początku maja br. Wprawdzie w całym lipcu bilans przepływów ETF dla tej klasy aktywów to -180 mln USD, to jednak ostatnie dwa tygodnie miesiąca przyniosły funduszom netto +471 mln USD.

Kluczowy w naszej opinii czynnik dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce i relatywnie silnego zachowania cen na GPW, za jaki uważamy PPK, prawdopodobnie osiągnął punkt przełomowy. W połowie lipca Ministerstwo Finansów poinformowało o porozumieniu co do założeń PPK ze stroną społeczną (związki zawodowe, przedstawiciele pracodawców). W drugiej połowie sierpnia br. projekt ustawy ma zostać skierowany pod obrady Rady Ministrów. Podstawowe założenia PPK nie uległy zmianie. Główną różnicą w stosunku do pierwotnych założeń programu jest różny czas implementacji programu przez firmy: największe podmioty (zatrudnienie 250+) zaczną stosować go od 1 lipca 2019 r., co pół roku będą dołączały kolejne aż do najmniejszych (zatrudnienie <20), które wejdą do systemu dopiero od 1 stycznia 2021 r. Podtrzymujemy opinię, że PPK jest dla polskiej giełdy szansą wyjścia z postępującej marginalizacji na arenie europejskiej i szansą dla spółek na wyższe wskaźniki wycen (obecnie istnieją duże dyskonta z tytułu niskiej płynności). Szacujemy, że w pierwszym pełnym roku funkcjonowania PPK, fundusze mogłyby zostać zasilone kwotą ok. 11 mld PLN, z czego ok. 1/3 mogłaby trafić na GPW.

**Nieco lepsze wyniki spółek za 2Q**

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, 2Q przyniósł wreszcie bardziej pozytywne momentum w wynikach spółek, szczególnie jeśli chodzi o spółki przemysłowe, informatyczne i bezpośrednio eksponowane na konsumenta (po części to zasługa niskich oczekiwań). In plus zaskakują również wolumeny kredytów w bankach (jednak przy rosnącym koszcie ryzyka). Pomimo, że prognozowana dynamika PKB, począwszy od 3Q, zacznie powoli się obniżać (nasi makroekonomiści prognozują wzrost w poszczególnych kwartałach br. odpowiednio na poziomie: 5,2%; 5,4%; 4,8%; 4,7% r/r), to uważamy, że wyniki spółek nadal będą się poprawiać m.in. za sprawą przenoszenia wyższych kosztów pracowniczych na finalnego klienta.

**Michał Marczak**

tel. +48 22 438 24 01

[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)

## Sektory

### Finanse

- Uważamy, że atrakcyjna wycena sektora oraz wyniki za 2Q'18 wspierają pozytywny sentyment do polskiego sektora bankowego. Wyniki banków potwierdzają, że nadal jest potencjał do poprawy marży odsetkowej, a co najważniejsze widoczny jest silny popyt na kredyty detaliczne. Uważamy, że dynamiczna sprzedaż kredytów detalicznych pomoże utrzymać konsensus w obliczu braku podwyżek stóp procentowych nie tylko na ten rok ale i następane lata przynajmniej dla części banków.
- Z polskiego sektora bankowego największy potencjał wzrostu nadal widzimy w Alior Banku, a następnie Pekao. Uważamy, że rynek zbyt pesymistycznie podchodzi do skutków ewentualnej fuzji pomiędzy tymi instytucjami.
- Obniżamy cenę docelową dla PZU do 47,15 PLN/akcję. Rewizja prognoz wynika głównie z oczekiwanego przez nas słabego wyniku inwestycyjnego Spółki w 2018 roku. Z drugiej strony pozytywnie postrzegamy wzrost składki przypisanej brutto oraz zarobionej a także dynamikę kosztów. Zalecamy akumulowanie walorów PZU.
- Zalecamy także kupno banków w regionie, takich jak Komercni Bank, Erste Bank czy OTP, które naszym zdaniem również są atrakcyjnie wycenione. Katalizatorem dla kursu akcji powinny być wyniki za 2Q, które doprowadzą do podwyżek całorocznych oczekiwań.
- **Kluczowe rekomendacje:** Alior Bank (kupuj), Erste Bank (kupuj), Bank Millennium (sprzedaj).

### Chemia

- Indeksy MSCI Chemicals dla Europy i świata w lipcu nieznacznie wzrosły w lipcu (+4% m/m) i są notowane blisko swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Na konferencji Chemical Event mBanku zagraniczne spółki zwracały uwagę na utrzymujący się wysoki popyt na produkty, ale ze względu na wysoką bazę wyników trudno jest przy rosnących kosztach surowców realizować zdecydowanie wyższe marże.
- Mimo dynamicznych spadków od początku roku pozostajemy ostrożni odnośnie inwestycji w akcje Grupy Azoty z uwagi na oczekiwany dalszy spadek wyników w 2Q'18 oraz 3Q'18 oraz perspektywę ujemnych FCF w nadchodzących latach. Nie byłobyśmy mocno zaskoczeni, jeśli EBITDA w 2Q'18 spadłaby poniżej 200 mln PLN (poniżej konsensusu).
- Najbardziej atrakcyjny wciąż wydaje nam się Ciech. Mimo słabszych r/r wyników w 2Q'18 spółka może zachowywać się dobrze na tle sektora z uwagi na perspektywę wzrostów cen sody w 2019 roku. Obecnie Ciech jest wyceniany z dyskontem do spółek porównywalnych na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj).

### Paliwa

- Lipiec przyniósł korektę na rynku ropy, choć wydaje się że lokalny dołek jest już za nami i Brent powinien wracać w okolice 80 USD/Bbl. Dane rynkowe wskazują bowiem na kontynuację spadków zapasów surowca, a po stronie podażowej zapowiadane zwiększenie wolumenów w OPEC po przywróconych sankcjach na Iran następuje wolniej niż zapowiadano.
- W otoczeniu taniejącego surowca, wyraźnie odbiły marże rafineryjne w Europie, szczególnie na ciężkich produktach (bezpośredni efekt spadków cen ropy) i benzynie (efekt mocnych spadków zapasów w USA w związku z obniżeniem produkcji w rafineriach amerykańskich). Europejskim przetwórcom pomagał też spadek spreadu

WTI/Brent (spadek zapasów w Cushing i wysoki eksport ropy z amerykańskich portów) oraz ponowny okresowy wzrost dyferencjału Ural/Brent powyżej 2 USD/Bbl (obecnie znów zbliża się on jednak do 1 USD/Bbl).

- Niższe ceny ropy pomagały również sektorowi petrochemicznemu, gdzie chwilowo osłabła presja z zaplanowanych na ten rok uruchomień nowych mocy (sygnały o opóźnieniach).
- Ceny gazu zarówno na europejskim, jak i polskim rynku w ostatnich tygodniach były stabilne.
- W takim otoczeniu makro bardzo dobrze zachowywały się Orlen i Lotos, ale tylko w przypadku tego drugiego można tłumaczyć to lepszymi wynikami za 2Q. Ten optymizm na kursach nie był jednak powszechny w sektorze i reakcja rynku może być naszym zdaniem przesadzona (obniżamy rekomendacje do sprzedaj). Nadal preferujemy akcje MOL oraz PGNiG, pomimo mocno rozczarowującej decyzji głównego właściciela w kwestii dywidendy (zwracamy uwagę na decyzję taryfową, wstępny wyrok ws. Gazpromu i dobre wyniki 2Q).
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (sprzedaj), MOL (akumuluj), PGNiG (kupuj), PKN Orlen (sprzedaj).

### Energetyka

- Notowania CO<sub>2</sub> wzrosły w lipcu powyżej 17 EUR/t z 15 EUR/t z końca czerwca, ale nie przełożyło się to istotnie na ceny energii na EEX (okolice 44-45 EUR/MWh), gdyż koszty uprawnień zostały zamortyzowane przez tańszy węgiel (-4% m/m) i spadek CDS.
- W Polsce ceny energii nadrobiły słabszy czerwiec i w kontrakcie na rok 2019 zanotowaliśmy zwyżkę do prawie 227 PLN/MWh, czyli +20 PLN/MWh przy droższych uprawnieniach do emisji zaledwie o 8 PLN/MWh. Wydaje się, że tak ewidentny wzrost CDS (integracja pionowo większości spółek i uruchamianie nowych bardziej sprawnych jednostek) przeszedł jednak bez echa na GPW, podobnie jak rosnące ceny zielonych certyfikatów (wzrost powyżej 90 PLN/MWh). Ponownie WIG-Energia był gorszy od szerokiego indeksu WIG i branżowego MSCI Utilities Europe.
- Ceny na TGE przestały już reagować na słowne interwencje URE i zaklinające rzeczywistość zmiany legislacyjne w zakresie obliiga giełdowego. Jedynym ryzykiem dla branży w kontekście przyszłorocznych wyników pozostaje kwestia taryfy G, ale ostatnia decyzja Regulatora dotycząca cennika gazowego pozwala na umiarkowany optymizm w tej kwestii.
- Polski sektor energetyczny, mimo wzrostów z ostatnich dni, nadal notowany jest blisko minimów na wskaźniku 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 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

- Dążenie operatorów telekomunikacyjnych do konwergencji fixed + mobile jest widoczne zarówno na rynku polskim, jak i zagranicznym. W maju'18 Liberty Global sprzedał Vodafone operatorów kablowych działających w Niemczech, Czechach, Rumunii i na Węgrzech. Transakcja miała wartość 18,4 mld EUR. Mnożnik w transakcji wyniósł 10,9x EBITDA'19 (licząc bez



synergii), 8,6x (z efektem 5-letnich synergii). Warto zwrócić uwagę, że Vodafone nabył aktywa tylko w krajach, gdzie mógł stworzyć telekomunikacyjny konwergentny fixed + mobile bazując na posiadanych już aktywach.

- Na rynku polskim, po zakupie 33% pakietu Netii, Cyfrowy Polsat zwiększył stan posiadania do 66% udziałów w maju'18. Główne powody transakcji to pozyskanie infrastruktury. Dodatkowymi argumentami jest potencjał do sprzedaży usług B2C oraz nowy rynek (Cyfrowy działają głównie na terenach nisko zurbanizowanych, Netia – w największych miastach).
- Z kolei T-Mobile podpisał z Orange Polska umowę w sprawie hurtowego dostępu do sieci FTTH w zakresie transmisji danych.
- Według prognozy agencji mediowej Zenith, wartość polskiego rynku reklamowego wzrosnie w tym roku o 4,8% i wyniesie na koniec roku 7,410 mld PLN netto. Globalne wydatki reklamowe wzrosną w tym roku o 4,5%. W grudniu'17 Zenith prognozował wzrost o 1,9% R/R, w marcu'18 prognozę podwyższono do 2,3%. Obecny wzrost jest dość duży. W komentarzu, Zenith tłumaczy podwyższenie prognoz dobrymi danymi makro. Rewizja prognoz jest najbardziej zauważalna w przypadku segmentu telewizyjnego: +5,6% vs. +1,4% w marcu'18. Prognozowany wzrost wynika wprost z inflacji cen czasu antenowego. Wysoki popyt sprawia, że stacje telewizyjne wyprzedają w całości swoje bloki reklamowe. Na niezmiennym poziomie pozostaje prognoza wzrostu rynku reklamy online – w tym roku wydatki na reklamę w Internecie wzrosną o 8,1%.
- W lipcu'18 WIG INFO wzrósł o 9,2%. Zwracamy uwagę na istotnie gorsze zachowanie się indeksu od MSCI IT EU od początku roku. Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 14,7x i jest 3,9% poniżej historycznej średniej z 3 lat, tym samym poziom premii spadł o 5p.p. w ciągu trzech miesięcy. W lipcu'18 wzrost notowań kursu zanotowało 5 z 7 pokrywanych przez nas spółek IT, największe w przypadku spółek: ACP (+13,7%), CMR (+13,2%), ASE (+15,6%) i WAS (+16,1%).
- Zbliża się sezon wyników za 2Q'18. Szacujemy wzrost wyniku EBITDA dla każdej z pokrywanych spółek (mediana = +36%). Stąd mamy pozytywne podejście do sektora IT i liczymy na dalszy wzrost WIG Info w sierpniu'18.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (kupuj), Play (redukuj), Wirtualna Polska (kupuj), Comarch (akumuluj), Atende (przeważaj), Asseco SEE (przeważaj).

## Przemysł

- W lipcu indeksy MSCI Industrials dla Europy i dla świata delikatnie zmniejszyły swoje wartości (o około 3% m/m). Oba indeksy są obecnie notowane na wartościach zbliżonych do swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Małe spółki przemysłowe radziły sobie znacznie gorzej, co wynikało z odpływów w lokalnych funduszach TFI.
- Osłabienie PLN do EUR pozytywnie wpływa na ceny realizowane przez spółki przemysłowe. PPI rośnie czwarty miesiąc z rzędu, co pozwala złapać oddech polskim producentom przy rosnących kosztach pracy oraz surowcach. Spółki przemysłowe w 2Q'18 skorzystają z niskiej ubiegłorocznej bazy rezultatów. Warto przypomnieć, że w 2Q'17 aż 56% spółek pogorszyło r/r rezultaty i praktycznie żadna nie zaskoczyła pozytywnie względem prognoz (pierwszy okres osłabienia wyników).
- Naszym zdaniem lepsze r/r wyniki w sektorze przemysłowym w 2Q'18 mogą przełożyć się na odbicie notowań, szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę, że mogło to być pierwsze przełamanie trendu od kilku kwartałów. Wśród kandydatów do pozytywnej reakcji na

wynikach znaleźlibyśmy takie spółki jak: Amica, Cognor, Elemental, Famur, Kernel, czy Stelmet. Jak dotychczas lepsze od oczekiwań wyniki Apator i Forte zostały bardzo entuzjastycznie odebrane przez rynek.

- Z płynnych spółek obecnie najbardziej przekonani jesteśmy do inwestycji w akcje Amica (odwrócenie negatywnych tendencji poprzednich kwartałów w 2Q'18), Famur (rosnące wyniki finansowe q/q oraz r/r) i Kernel (w 2Q'18 pierwsze od sześciu kwartałów przełamanie spadkowego trendu). Z mniej płynnych spółek naszym zdaniem potencjał do wzrostu ma jeszcze Cognor, ale oczekiwane bardzo dobre wyniki 2Q'18 oraz 3Q'18 wykorzystywalibyśmy do ostrożnego zamykania pozycji.
- W miesięcznicy obniżamy nasze pozycjonowanie (z równoważ do niedoważaj) dla Kruszwicy. Według USDA zbiory rzepaku w UE mogą spaść w bieżącym sezonie nawet o 2 mln ton. GUS oczekuje spadku zbiorów w Polsce nawet do 2,2 mln ton (-16% r/r). Na informacje o słabych zbiorach reagują również ceny ziarna (wzrosty od początku wakacji). Informacja o słabych zbiorach rzepaku w Polsce jest negatywna dla jego przetwórców z uwagi na większą konkurencję o ziarno (spadek marży i spadek wolumenu).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Famur (kupuj), Forte (przeważaj), Kernel (kupuj), Kruszwica (niedoważaj), Pfeleiderer Group (przeważaj), Pozbud (przeważaj), Stelmet (kupuj).

## Wydobycie

- Rynek metali przemysłowych naszym zdaniem znajduje się na rozdrożu. Z jednej strony popytowi na metale sprzyja korzystne momentum w Azji (trzeci miesiąc z rzędu rosnącego importu netto miedzi do Chin, wzrost akcji kredytowej w Chinach, spadające monitorowane zapasy na giełdach, wzrost rejestracji samochodów osobowych w Chinach). Z drugiej zaś ryzyko nasilenia wojny handlowej między USA a Chinami pogrzebało sentyment wokół metali przemysłowych w lipcu.
- Ceny miedzi w ostatnich dwóch miesiącach praktycznie podążyły za notowaniami walut rynków wschodzących (EM) oraz ilością netto otwartych pozycji spekulacyjnych. Liczba otwartych pozycji spekulacyjnych na miedzi spadła lokalnie w VII'18 do najniższego poziomu od III'17 roku, tj. do jedynie 9 tys. sztuk. Od lokalnego szczytu w IV'18 liczba pozycji na metalach ogółem spadła o ponad 1/3 (650 tys. sztuk). To z kolei pociągnęło za sobą notowania surowców. Bieżący poziom według nas może zachęcać inwestorów do kupna metali pod ich techniczne odbicie cen. Obecnie coraz bardziej zwiększa się prawdopodobieństwo przestoju w największej kopalni świata Escondida. W końcówce lipca związki zawodowe odrzuciły ostateczną propozycję zarządcy kopalni.
- Wysoka produkcja stali na świecie (duża ilość globalnie prowadzonych projektów infrastrukturalnych) oraz zwiększające się obłożenie mocy produkcyjnych pozytywnie przekłada się na ceny stali. Warto zwrócić uwagę, że w lipcu ze względu na ograniczenia produkcyjne w Chinach (środowiskowe) ceny prętów żebrowanych wzrosły do najwyższego poziomu od ponad 5 lat (pozytywnie dla Cognor). Obecnie marże na produkcji podstawowych wyrobów dla producentów wielkopiecowych (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. Dodatkowo od miesiąca spadają zapasy koksu w chińskich portach – 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.

- Z punktu widzenia JSW warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na spadające zapasy koksu w chińskich portach (najniżej od II'18 - jedynie 2,7 mln ton). Naszym, zdaniem zapasy mają jeszcze potencjał do spadku, jako że porty zostały zobligowane do uprzywilejowania dostaw węgla energetycznego w związku z niskim poziomem jego zapasów oraz trwającym sezonem letnim (wyższy popyt na energię).
- 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).
- Osłabienie PLN do USD pozytywnie przekłada się na KGHM i JSW. W lipcu KGHM zamknął część swojego dyskonta do notowań koszyka wydobywanych surowców (obecne ceny surowców implikują wycenę KGHM na poziomie około 110 PLN/akcja). Z kolei ceny węgla koksowego implikują wycenę JSW na poziomie około 85 PLN/akcja.
- **Kluczowe rekomendacje:** KGHM (kupuj), JSW (kupuj).

## Budownictwo

- Indeks WIG-Budownictwo czwarty miesiąc z rzędu zachowywał się znacznie słabiej niż indeks szerokiego rynku. Poprawa sentymentu dotyczyła jedynie spółek budownictwa kolejowego.
- W Trakcji, katalizatorem wzrostu kursu (+56% m/m) była finalizacja umów, w których oferty składano w 3Q i 4Q'17. Uważamy, że oferty składane w tamtym okresie wciąż nie dają gwarancji atrakcyjnych marż, a wysoka dynamika kursu ma głównie charakter spekulacyjny i stanowi odreagowanie po wcześniejszej przecenie.
- Dynamika produkcji budowlanej wyniosła w 1H'18 ok. +25% r/r (powyższe tempo wzrostu utrzymało się również w samym VI'18). Ankiety GUS wskazują, że w 1H'18 wysokie koszty oraz spadająca dostępność materiałów i pracowników były coraz większą barierą dla branży. W VII'18 przestał rosnąć w ujęciu r/r wskaźnik ogólnego klimatu w budownictwie, który znajdował się w trendzie wzrostowym od początku 2017 roku. Koszty podstawowych materiałów w budownictwie (beton, stal, asfalt, ropa) wzrosły w 2Q'18 o 13% r/r (+7% q/q). Podsumowując, otoczenie w budownictwie pozostaje niekorzystne.
- Wyniki 2Q: Spadek ZN segmentu budowlanego w Budimeksie o niemal 50% r/r nastroja pesymistycznie do całego sektora, w którym kolejny kwartał z rzędu spodziewamy się wzrostu przychodów przy pogarszających się marżach. W 1Q'18 niepokojącym zjawiskiem był wzrost zadłużenia branży wynikający ze wzrostu salda wyceny kontraktów budowlanych. Spodziewamy się, że pogorszenie struktury bilansów względem minionego roku będzie również widoczne na koniec czerwca.
- Przed sezonem wyników za 2Q nasza ocena perspektyw sektora pozostaje negatywna.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Unibep (kupuj), Trakcja (niedoważaj).

## Deweloperzy

- W 2Q'18 sprzedaż mieszkań w największych miastach w Polsce spadła o 11% (REAS) przy ok. 15% spadku wśród deweloperów giełdowych. Niższa sprzedaż jest następstwem ograniczonej oferty deweloperów oraz coraz większych podwyżek cen mieszkań, pozwalających przenieść rosnące koszty budowy na klienta.

- W 2Q'18 średnie ceny transakcyjne mieszkań wzrosły o ok. 7-9% r/r (REAS, Open Finance/Home Broker). Dynamika cen mieszkań w ofercie oraz cen mieszkań wprowadzonych do oferty wyniosła 10-15% i zapowiada dalszy wzrost cen transakcyjnych w kolejnych kwartałach.
- Wyniki 2Q: Deweloperzy giełdowi przekazali w 2Q'18 o 50% więcej mieszkań r/r. Wśród analizowanych przez nas deweloperów mieszkaniowych (ARH, 1AT, DOM, JWC, LCC, LKD, PND, RON, I2D) przełoży się to na ponad 50% wzrost ZN. Relatywnie najwyższych wyników spodziewamy się w Atalu i LC Corp, u których po 1H'18 całoroczne prognozy oczyszczonego ZN będą zrealizowane w 65%. Umocnienie kursu EUR/PLN o 3,6% q/q wpłynie na wzrost zysku z rewaluacji deweloperów komercyjnych.
- Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do sektora deweloperskiego. Zwracamy uwagę na wysoki DYield'19 w niektórych spółkach z sektora (12-13% w 1AT, DOM, ECH, LCC).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** LC Corp (kupuj), Echo Investment (kupuj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj), Polnord (niedoważaj).

## Handel

- Efekt Świąt Wielkanocnych oraz zakaz handlu w niedzielę powinny negatywnie przełożyć się na sprzedaż porównywalną w EUR oraz DNP w 2Q'18 (niskie wyniki zaraportowane przez EMP oraz JMT).
- Aprecjacja USDPLN w miesiącach czerwiec-lipiec'18 może wpłynąć na brak pozytywnego wpływu FX na koszty zakupu kolekcji jesień-zima r/r w spółkach odzieżowych i obuwniczych.
- Niski koszt zakupu kolekcji wiosna-lato'18 denominowany w USDPLN powinien wspierać marżę brutto na sprzedaży wypracowaną w 2Q'18 w 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 i wyniosła 17,7% r/r w 2Q'18. Szacujemy, że pomimo niskiej dynamiki sprzedaży r/r, Spółka poprawiła rentowność sprzedaży oraz ograniczyła tempo wzrostu kosztów SG&A r/r, co powinno mieć pozytywny wpływ na wyniki w 2Q'18 (oczekujemy wzrostu EBITDA o 22% r/r). Efekt wysokiej bazy w sprzedaży powinien negatywnie wpływać na dynamikę sprzedaży Spółki r/r w okresie lipiec-wrzesień'18.
- AmRest pozostaje aktywny na rynku M&A, a finalizacja zapowiedzianych transakcji może wymagać emisji akcji przez Spółkę (wskaźnik DN/EBITDA wyniósł 2,25x na koniec 1Q'18). Ponadto oczekujemy spowolnienia dynamiki EBITDA r/r do 9% w 2Q'18 ze względu na konieczność ponoszenia dodatkowych kosztów związanych z konsolidacją przejętych biznesów.
- LPP kontynuuje poprawę sprzedaży porównywalnej r/r w 2Q'18, co w połączeniu wysokim wzrostem marży brutto na sprzedaży (+3,5p.p. r/r; efekt niskich zakupów oraz wysokiej sprzedaży towarów w pierwszych cenach) oraz dyscypliną kosztową, przełożyło się na 49,3% wzrostu EBIT w 2Q'18 (+140% r/r wzrostu w 2Q'17).
- Uważamy, że z mniejszych spółek potencjał BTM (powrót do skutecznej strategii cenowej, oczekiwane dobre wyniki 2Q'18), VST (kontynuacja poprawy rezultatów r/r oraz oczekiwany pozytywny wpływ fuzji z BTM) oraz TXM (środki z emisji powinny pomóc w odbudowie sprzedaży/mkw.).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** CCC (kupuj), Eurocash (kupuj), Jeronimo Martins (kupuj), LPP (akumuluj), TXM (kupuj), Bytom (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>+15,8%</b>	<b>12,1</b>	<b>10,4</b>		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	72,60	+50,1%	9,9	8,3		
BZ WBK	kupuj	2018-03-05	357,80	430,00	378,20	+13,7%	14,9	12,2		
Getin Noble Bank	trzymaj	2018-05-09	1,17	1,40	0,99	+41,4%	20,0	7,4		
Handlowy	kupuj	2018-04-06	77,50	94,00	76,90	+22,2%	15,9	13,1		
ING BSK	akumuluj	2018-08-02	190,00	212,00	190,00	+11,6%	15,7	13,9		
Millennium	sprzedaj	2018-08-02	9,12	7,00	9,12	-23,2%	15,3	13,9		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	110,75	+41,8%	13,3	11,0		
PKO BP	trzymaj	2018-04-06	39,74	38,00	42,00	-9,5%	15,8	13,2		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	942,00	+17,9%	12,1	10,3		
Erste Bank	kupuj	2018-08-02	37,14	43,00 EUR	37,14	+15,8%	10,6	10,6		
OTP Bank	kupuj	2018-06-06	10 210	12 090 HUF	10 490	+15,3%	10,6	9,8		
PZU	akumuluj	2018-08-02	42,00	47,50	42,00	+13,1%	11,6	10,4		
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	219,60	+37,0%	11,6	9,9		
Prime Car Management	kupuj	2018-06-06	12,70	15,54	11,90	+30,6%	6,7	5,8		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-02-02	30,60	56,30	26,60	+111,7%	6,4	5,3		
<b>Chemia</b>						<b>+24,9%</b>	<b>8,9</b>	<b>8,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>
Ciech	kupuj	2018-08-02	56,95	82,52	56,95	+44,9%	8,9	8,4	5,8	5,4
Grupa Azoty	trzymaj	2018-08-02	42,20	42,13	42,20	-0,2%	13,7	15,8	5,3	6,0
Polwax	kupuj	2018-05-09	7,80	16,69	7,24	+130,5%	4,9	3,6	6,4	5,7
<b>Paliwa</b>						<b>+13,9%</b>	<b>10,1</b>	<b>10,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>
Lotos	sprzedaj	2018-08-02	65,86	52,51	65,86	-20,3%	15,0	12,2	6,2	6,1
MOL	akumuluj	2018-06-29	2 654	2 995 HUF	2 750	+8,9%	9,1	9,2	4,3	4,3
PGNiG	kupuj	2018-06-29	5,53	8,28	5,69	+45,5%	7,8	6,7	3,8	3,2
PKN Orlen	sprzedaj	2018-08-02	93,06	76,84	93,06	-17,4%	11,1	13,6	6,5	7,5
<b>Energetyka</b>						<b>+10,2%</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>
CEZ	sprzedaj	2018-07-04	550,00	440,96 CZK	575,50	-23,4%	21,7	20,2	8,6	8,5
Enea	kupuj	2018-05-29	9,57	12,62	9,48	+33,1%	4,6	3,5	4,0	3,4
Energa	kupuj	2018-05-29	9,00	15,58	9,10	+71,2%	4,7	4,5	3,4	3,3
PGE	kupuj	2018-05-29	9,28	13,60	9,74	+39,6%	6,0	5,8	3,7	3,4
Tauron	kupuj	2018-05-29	2,01	2,76	2,27	+21,6%	3,0	3,8	3,9	4,4
<b>Telekomunikacja, media, IT</b>						<b>+4,3%</b>	<b>19,7</b>	<b>16,5</b>	<b>7,2</b>	<b>6,3</b>
Netia	redukuj	2018-06-06	5,00	4,30	4,91	-12,4%	44,7	53,9	5,8	6,1
Orange Polska	kupuj	2018-04-06	5,83	7,60	5,01	+51,7%	21,9	12,1	4,4	4,0
Play	redukuj	2018-07-03	24,88	23,50	21,46	+9,5%	7,0	7,2	5,7	5,5
Agora	kupuj	2018-04-06	14,50	18,40	10,40	+76,9%	19,7	21,4	3,5	3,6
Cyfrowy Polsat	akumuluj	2018-06-15	22,76	24,90	23,78	+4,7%	13,9	11,8	7,2	6,3
Wirtualna Polska	kupuj	2018-08-02	49,00	60,00	49,00	+22,4%	19,2	16,5	10,5	8,8
Asseco Poland	trzymaj	2018-06-06	44,00	41,20	46,10	-10,6%	15,7	16,4	8,9	8,3
CD Projekt	sprzedaj	2018-04-06	114,90	90,80	205,00	-55,7%	98,7	29,7	78,4	23,1
Comarch	akumuluj	2018-05-09	145,00	166,50	172,00	-3,2%	24,8	18,2	9,8	8,5
<b>Przemysł, surowce</b>						<b>+22,2%</b>	<b>13,6</b>	<b>7,6</b>	<b>7,0</b>	<b>5,3</b>
Famur	kupuj	2018-08-02	5,20	6,56	5,20	+26,2%	16,3	12,9	7,1	6,4
Grupa Kęty	trzymaj	2018-08-02	321,50	355,61	321,50	+10,6%	11,1	11,3	8,1	8,0
JSW	kupuj	2018-08-02	79,50	108,69	79,50	+36,7%	4,8	5,9	2,5	2,7
Kemel	kupuj	2018-07-23	50,50	59,18	51,80	+14,2%	16,0	7,3	7,0	5,3
KGHM	kupuj	2018-08-02	96,00	111,08	96,00	+15,7%	7,8	6,2	4,5	3,5
Stelmet	kupuj	2018-07-04	10,70	20,24	12,50	+61,9%	17,0	7,8	8,4	5,3
<b>Budownictwo</b>						<b>+14,3%</b>	<b>9,8</b>	<b>8,9</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>
Budimex	trzymaj	2018-08-02	122,60	125,00	122,60	+2,0%	12,7	14,3	4,6	5,7
Elektrobudowa	trzymaj	2018-06-06	69,00	71,00	53,00	+34,0%	10,6	10,4	3,7	3,7
Erbud	kupuj	2018-06-06	14,90	22,00	14,80	+48,6%	9,0	7,3	4,0	3,5
Unibep	kupuj	2018-04-06	7,50	10,10	5,64	+79,1%	6,5	5,5	4,2	3,3
<b>Deweloperzy</b>						<b>+22,5%</b>	<b>7,3</b>	<b>7,6</b>	<b>7,4</b>	<b>7,3</b>
Atal	kupuj	2018-07-04	36,40	42,86	34,10	+25,7%	7,0	7,3	6,3	6,8
Capital Park	kupuj	2018-04-06	5,95	8,35	5,40	+54,6%	10,7	9,0	17,6	16,9
Dom Development	kupuj	2018-08-02	72,80	87,80	72,80	+20,6%	7,6	8,0	6,2	6,7
Echo	kupuj	2018-04-06	5,23	5,63	4,33	+30,0%	5,9	5,4	7,0	7,2
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	9,26	+3,7%	11,2	9,7	15,3	14,4
LC Corp	kupuj	2018-06-22	2,39	3,58	2,45	+46,1%	5,9	5,4	7,8	7,3
<b>Handel</b>						<b>+18,9%</b>	<b>26,8</b>	<b>16,7</b>	<b>15,2</b>	<b>11,2</b>
AmRest	redukuj	2018-04-06	449,50	426,00	440,00	-3,2%	46,4	36,4	15,2	12,2
CCC	kupuj	2018-06-06	242,80	295,00	215,60	+36,8%	28,2	16,7	16,0	11,2
Dino	trzymaj	2018-06-06	107,40	103,50	100,70	+2,8%	30,9	23,1	19,2	14,8
Eurocash	kupuj	2018-04-06	24,41	30,70	18,74	+63,8%	19,7	15,2	6,4	5,4
Jeronimo Martins	kupuj	2018-08-02	12,65	15,20 EUR	12,65	+20,2%	20,0	16,6	8,5	7,3
LPP	akumuluj	2018-06-18	9 025	10 200	9 050	+12,7%	25,4	20,9	13,9	11,5
TXM	kupuj	2018-07-04	1,28	3,48	1,48	+135,1%	-	4,9	19,1	4,5
<b>Inne</b>						<b>+3,6%</b>	<b>10,8</b>	<b>9,8</b>	<b>7,2</b>	<b>6,6</b>
PBKM	trzymaj	2018-06-06	73,00	76,26	73,60	+3,6%	10,8	9,8	7,2	6,6

**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>15,6</b>	<b>10,8</b>	<b>6,2</b>	<b>5,3</b>
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	13,60	-16,0%	16,2	14,1	7,3	5,9
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	26,90	-3,9%	15,6	14,2	10,4	9,6
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	11,85	+1,3%	10,8	10,4	4,8	4,4
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	3,85	-9,4%	9,0	8,1	5,6	5,3
Wasko	równoważ	2018-05-30	1,68	1,95	+16,1%	16,4	10,8	6,2	5,2
<b>Spółki przemysłowe</b>						<b>9,1</b>	<b>9,3</b>	<b>6,4</b>	<b>5,9</b>
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	48,90	+4,1%	9,2	10,0	7,7	7,7
Amica	przeważaj	2018-06-06	121,00	127,60	+5,5%	9,0	8,0	5,8	5,2
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	28,70	+19,6%	15,8	16,6	9,0	9,2
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	6,70	-32,0%	8,4	8,1	6,1	5,7
Elemental	równoważ	2018-04-27	1,09	1,38	+26,6%	5,5	4,8	5,2	4,6
Ergis	równoważ	2018-04-27	4,06	4,05	-0,2%	9,1	8,5	6,3	5,8
Forte	przeważaj	2018-07-27	40,60	45,70	+12,6%	17,0	12,2	11,4	9,3
Kruszwica	niedoważaj	2018-08-02	65,40	65,40	+0,0%	25,5	26,9	13,9	14,0
Mangata	równoważ	2018-06-22	90,00	90,20	+0,2%	12,3	12,1	7,7	7,4
Pfleiderer Group	przeważaj	2018-04-27	37,30	38,00	+1,9%	18,2	16,2	6,5	6,0
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,75	+25,8%	6,8	3,8	6,0	2,7
Tarczyński	równoważ	2018-05-30	14,50	14,90	+2,8%	8,4	8,0	5,8	5,4
<b>Budownictwo</b>						<b>22,6</b>	<b>9,5</b>	<b>6,4</b>	<b>4,7</b>
Elektrotim	równoważ	2018-05-28	5,80	5,38	-7,2%	32,6	13,8	6,0	5,2
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,07	-16,3%	9,6	6,8	5,1	4,2
Torpol	równoważ	2018-05-28	6,40	5,56	-13,1%	26,0	8,1	6,8	4,1
Trakcja	niedoważaj	2018-05-18	3,65	4,31	+18,1%	33,9	30,8	7,1	6,9
Ulma	równoważ	2018-05-28	73,00	71,50	-2,1%	8,9	8,6	3,5	3,4
ZUE	równoważ	2018-05-28	5,86	6,00	+2,4%	19,2	10,4	7,7	6,2
<b>Deweloperzy</b>						<b>7,0</b>	<b>6,5</b>	<b>9,4</b>	<b>6,0</b>
Archicom	przeważaj	2018-06-22	15,00	14,95	-0,3%	7,0	4,8	6,5	5,2
BBI Development	równoważ	2018-04-26	0,66	0,59	-10,6%	13,7	6,5	13,7	6,0
i2 Development	równoważ	2018-06-22	15,40	16,00	+3,9%	4,9	5,5	8,1	6,9
JWC	równoważ	2018-06-22	3,48	3,35	-3,7%	9,1	3,6	9,4	4,2
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-06-22	18,80	17,40	-7,4%	5,8	6,7	4,4	5,2
PA Nova	równoważ	2018-03-29	22,30	18,45	-17,3%	6,0	7,0	9,9	11,1
Polnord	niedoważaj	2018-06-22	9,04	9,00	-0,4%	-	-	-	-
Ronson	równoważ	2018-06-22	1,09	1,16	+6,4%	12,5	8,3	12,9	11,4
<b>Handel</b>						<b>12,1</b>	<b>9,9</b>	<b>8,1</b>	<b>6,7</b>
Bytom	przeważaj	2018-05-23	2,92	2,80	-4,1%	12,5	11,4	8,1	7,1
Monnari	równoważ	2018-07-13	6,60	7,00	+6,1%	10,6	9,9	4,7	4,2
Vistula	przeważaj	2018-05-23	4,79	4,23	-11,7%	12,1	9,9	8,2	6,7



**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 3 sierpnia 2018 o godzinie 8:57.  
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 3 sierpnia 2018 o godzinie 8:57.

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, Impxmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Opono.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, Rawlplug, 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 w transakcjach na akcjach: Asseco SEE, Cognor Holding, GetBack, 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 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.

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.

## Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

<b>Agora</b>	Axel Springer, Carmike Cinemas, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, Gruppo Editoriale L'Espresso, IMAX Corp, JC Decaux,
<b>AmRest</b>	Alsea, Autogrill, Chipotle Mexican, Collins Foods, Jack In The Box, McDonalds, Mitchells & Butlers, Panera Bread, Starbucks, Texas Roadhouse, Wendy's, Yum! Brands
<b>Asseco Poland</b>	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
<b>Atal, Dom Development</b>	Archicom, Atal, Dom Development, i2 Development, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, Polnord, Ronson
<b>Budimex, Erbud, Unibep</b>	Budimex, Elektrobudowa, Elektrotim, Erbud, Herkules, Torpol, Trakcja, Ulma, Unibep, ZUE, Strabag, Porr, Hochtief, Bouygues, Salini, Astaldi,
<b>Capital Park, GTC</b>	BBI Development, Capital Park, Echo Investment, GTC, P.A. Nova, PHN, Alstria Office, Atrium European RE, CA Immobilien, Deutsche
<b>CCC</b>	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Voox Net-a-Porter, Zalando
<b>CD Projekt</b>	Activision, Blizzard, CAPCOM, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Electronic Arts
<b>CEZ, Enea, Energa, PGE,</b>	CEZ, EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
<b>Ciech</b>	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, Dow Chemical, Huntsman, Soda Samayii, Solvay, Synthos, Tata Chemicals, Tessenderlo Chemie,
<b>Comarch</b>	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
<b>Cyfrowy Polsat</b>	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Swisscom, Talktalk Telecom, TDC, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk
<b>Dino</b>	Carrefour, Dixy Group, Emperia, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
<b>Echo Investment</b>	Archicom, Atal, Capital Park, Dom Development, GTC, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, P.A. Nova, PHN, Polnord, Ronson
<b>Elektrobudowa</b>	Budimex, Elektrobudowa, Elektrotim, Erbud, Herkules, Torpol, Trakcja, Ulma, Unibep, ZUE, Strabag, Porr, Hochtief, Bouygues, Salini, Astaldi,
<b>Eurocash</b>	Carrefour, Dixy Group, Emperia, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
<b>Famur</b>	Atlas Copco, Caterpillar, Duro Felguera, Komatsu, Sandvik, Shanghai Chuangli, Tian Di
<b>Grupa Azoty</b>	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
<b>Jeronimo Martins</b>	Carrefour, Emperia, Eurocash, Magnit, Tesco, X5
<b>JSW</b>	Alliance Resource Partners, Peabody Energy, Arch Coal, Semirara Mining and Power, Bukin Asam, Henan Shenhua, Yanzhou Coal Mining,
<b>Kernel</b>	Astarta, Anderssons, ADM, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland,
<b>Kęty</b>	Alcoa, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Impexmetal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings,
<b>KGHM</b>	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-Mcmoran, Grupo Mexico, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk
<b>LC Corp</b>	Archicom, Atal, Dom Development, Echo Investment, GTC, i2 Development, JWC, Lokum Deweloper, Polnord, Ronson
<b>Lotos, MOL</b>	Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Galp, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft,
<b>LPP</b>	CCC, Gerry Weber, H&M, Hugo Boss, IC Companys, Inditex, Kappahl, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
<b>Netia</b>	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Megafon, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange , Orange Polska, Rostelecom , Swisscom, Talktalk Telecom, TDC, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk
<b>Orange Polska</b>	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Swisscom, TDC, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet,
<b>PGNiG</b>	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red
<b>PKN Orlen</b>	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Galp, Hellenic, Huntsman, Indorama, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui, MOL, Motor Oil,
<b>Play</b>	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, TDC, Telecom Italia, TalkTalk, Tele2, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpel,
<b>Polwax</b>	Alexandria Mineral Oils, Calumet Specialty Products, Ciech, Fuchs Petrolub, H&R, Moresco, Sasol
<b>Skarbiec Holding</b>	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Altus, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM
<b>Stelmet</b>	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Paged,
<b>Synthos</b>	Apar Industries, Ashi Kasei, BASF, Dow Chemical, Grand Pacific, Kumcho PetroChemical, Lanxess, Polyone, Synthomer, Trinseo, TSRC, UBE
<b>TXM</b>	Brown Group, Bytom, Citi Trends, Duluth, Express, Giordano, Monnari, Premier Inv, The Buckle, Vistula
<b>Wirtualna Polska</b>	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Priceline Group, Yahoo!, Yandex

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

<b>Agora</b>						
rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj		
data wydania	2018-04-06	2018-01-26	2017-11-23	2017-10-02		
cena docelowa (PLN)	18,40	18,90	18,00	18,80		
kurs z dnia rekomendacji	14,50	13,15	15,20	17,10		
<b>Ailleron</b>						
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			
<b>Alior Bank</b>						
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				
<b>Alumetal</b>						
rekomendacja	równoważ					
data wydania	2017-07-31					
cena docelowa (PLN)	-					
kurs z dnia rekomendacji	46,99					
<b>Amica</b>						
rekomendacja	przeważaj	przeważaj				
data wydania	2018-06-06	2018-01-05				
cena docelowa (PLN)	-	-				
kurs z dnia rekomendacji	121,00	130,00				
<b>AmRest</b>						
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		
<b>Apator</b>						
rekomendacja	równoważ					
data wydania	2018-02-28					
cena docelowa (PLN)	-					
kurs z dnia rekomendacji	24,00					
<b>Archicom</b>						
rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj			
data wydania	2018-06-22	2018-04-26	2018-01-25			
cena docelowa (PLN)	-	-	-			
kurs z dnia rekomendacji	15,00	15,30	15,75			
<b>Asseco BS</b>						
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			
<b>Asseco Poland</b>						
rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2018-06-06	2018-03-27	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-08-30
cena docelowa (PLN)	41,20	41,20	44,00	44,80	44,80	44,00
kurs z dnia rekomendacji	44,00	45,20	45,62	44,47	47,00	44,54
<b>Asseco SEE</b>						
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		
<b>Atal</b>						
rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	
data wydania	2018-07-04	2018-06-22	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01	
cena docelowa (PLN)	42,86	42,86	47,00	49,20	45,00	
kurs z dnia rekomendacji	36,40	37,30	43,40	42,40	40,40	
<b>Atende</b>						
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			
<b>BBI Development</b>						
rekomendacja	równoważ	równoważ				
data wydania	2018-04-26	2018-02-02				
cena docelowa (PLN)	-	-				
kurs z dnia rekomendacji	0,66	0,70				
<b>Boryszew</b>						
rekomendacja	równoważ					
data wydania	2017-11-30					
cena docelowa (PLN)	-					
kurs z dnia rekomendacji	9,85					
<b>Budimex</b>						
rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj		
data wydania	2018-08-02	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02		
cena docelowa (PLN)	125,00	163,00	216,39	246,00		
kurs z dnia rekomendacji	122,60	153,00	215,00	197,80		



## 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	sprzedaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-07-04	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
cena docelowa (CZK)	440,96	458,38	449,51	449,51	506,40	532,50	548,60	512,33	512,33	468,78
kurs z dnia rekomendacji	550,00	551,00	567,00	519,50	495,00	530,00	490,70	481,30	441,30	416,00

## Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-08-02	2018-07-04	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	82,52	81,14	88,64	89,71	85,40	85,87	90,13	79,54	77,07
kurs z dnia rekomendacji	56,95	53,05	60,20	55,00	57,00	55,90	61,25	65,16	62,73

## Comarch

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	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
cena docelowa (PLN)	166,50	166,50	166,50	180,00	205,00	185,00	195,00	195,00
kurs z dnia rekomendacji	145,00	131,50	155,00	177,00	178,30	163,50	178,50	195,00

## Cyfrowy Polsat

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2018-06-15	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-31	2017-11-03	2017-08-29
cena docelowa (PLN)	24,90	25,30	24,90	25,70	24,40	24,40
kurs z dnia rekomendacji	22,76	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	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-08-02	2018-06-22	2018-03-20	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	87,80	87,80	103,10	103,00	101,10
kurs z dnia rekomendacji	72,80	85,80	85,80	82,00	82,25

## Echo

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	5,63	6,31	6,42	6,64
kurs z dnia rekomendacji	5,23	5,05	5,19	5,21

## 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
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
cena docelowa (PLN)	12,62	11,78	12,11	12,98	12,82	14,59	14,59	15,23
kurs z dnia rekomendacji	9,57	9,10	10,36	11,07	12,19	11,89	14,80	15,25



**Energa**

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	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
cena docelowa (PLN)	15,58	14,91	14,71	15,20	14,97	14,81	14,49	13,50
kurs z dnia rekomendacji	9,00	9,96	10,11	12,21	12,60	12,09	13,40	13,64

**Erbud**

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2017-12-15	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	22,00	23,10	29,60	29,40	28,70	29,80	31,30
kurs z dnia rekomendacji	14,90	19,40	21,60	21,30	20,60	24,70	26,00

**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	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-08-02	2018-06-06	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (EUR)	43,00	40,00	40,00	35,98
kurs z dnia rekomendacji	37,14	34,78	40,64	35,50

**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	2018-08-02	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	6,56	6,95	7,06	7,28	7,29	7,24	6,84
kurs z dnia rekomendacji	5,20	5,94	6,04	6,10	6,20	6,18	5,81

**Forte**

rekomendacja	przeważaj	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-07-27	2018-04-27	2018-02-02	2018-01-29	2017-08-31
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	40,60	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	trzymaj
data wydania	2018-08-02	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
cena docelowa (PLN)	42,13	44,40	60,99	67,13	73,42	73,64	78,52	80,77	69,60	74,30
kurs z dnia rekomendacji	42,20	42,60	51,10	56,55	72,00	74,40	71,30	79,80	68,90	72,08

**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
data wydania	2018-01-25	2017-10-24
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,67	3,60

**i2 Development**

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-06-22	2018-05-28	2018-01-12
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	15,40	17,30	14,90

**ING BSK**

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2018-08-02	2018-07-04	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01
cena docelowa (PLN)	212,00	212,00	212,00	212,00	152,39
kurs z dnia rekomendacji	190,00	178,40	198,00	220,00	203,00



**Jerónimo Martins**

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-08-02	2018-06-06	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (EUR)	15,20	16,40	16,40	16,90	16,90	17,10	17,10	17,10
kurs z dnia rekomendacji	12,65	13,52	14,90	15,17	17,12	16,50	15,85	16,76

**JSW**

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-08-02	2018-07-04	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	108,69	107,00	115,23	109,12	108,14	120,71	122,30
kurs z dnia rekomendacji	79,50	77,50	86,66	79,32	86,78	92,80	101,00

**JWC**

rekomendacja	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-06-22	2018-03-29	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,48	4,16	4,41

**Kernel**

rekomendacja	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-07-23	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	59,18	53,04	53,46	53,47	57,20	58,70	71,74
kurs z dnia rekomendacji	50,50	50,80	48,80	50,90	47,51	48,25	60,70

**Grupa Kęty**

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-08-02	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	355,61	371,08	363,01	357,21	379,66	391,41	390,72	414,09
kurs z dnia rekomendacji	321,50	360,50	353,00	346,00	352,50	385,00	408,00	402,10

**KGHM**

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-08-02	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
cena docelowa (PLN)	111,08	112,92	118,98	115,43	122,81	128,62	114,71	103,08	103,08	124,12	130,96	132,22
kurs z dnia rekomendacji	96,00	96,52	92,50	88,00	102,50	111,50	113,10	100,00	114,25	117,40	126,10	121,00

**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	niedoważaj
data wydania	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	65,40

**LC Corp**

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-06-22	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-26
cena docelowa (PLN)	3,58	3,50	3,74	3,54
kurs z dnia rekomendacji	2,39	2,70	3,10	2,69

**Lokum Deweloper**

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-06-22	2018-03-29	2018-01-25	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	18,80	17,80	18,00	16,30

**Lotos**

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-08-02	2018-06-29	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)	52,51	52,51	52,81	51,73	51,08	52,67	51,53	51,53	51,61	51,61	48,25
kurs z dnia rekomendacji	65,86	54,50	55,62	54,60	56,30	57,78	58,48	61,66	66,37	59,75	58,86

**LPP**

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-06-18	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)	10200,00	9500,00	9500,00	9500,00	9400,00	9900,00	8200,00	8400,00	8800,00
kurs z dnia rekomendacji	9 025,00	9 260,00	8 900,00	8 620,00	9 790,00	9 990,00	8 173,95	8 172,05	8 696,65

**Mangata**

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-06-22	2018-03-29
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	90,00	95,60

**Millennium**

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-08-02	2018-04-06	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	7,00	7,00	7,00
kurs z dnia rekomendacji	9,12	8,35	9,59

**MOL**

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (HUF)	2995,00	2954,00	2898,00	3027,00	3152,00	3104,00	3077,00	2865,00
kurs z dnia rekomendacji	2 654,00	2 790,00	2 864,00	2 718,00	3 080,00	3 121,00	3 000,00	2 977,50

**Monnari**

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj	przeważaj	równoważ
data wydania	2018-07-13	2018-05-23	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,60	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
data wydania	2018-04-06	2017-12-12
cena docelowa (PLN)	7,60	7,30
kurs z dnia rekomendacji	5,83	5,39

**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
data wydania	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	157,00
kurs z dnia rekomendacji	135,90

**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
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
cena docelowa (PLN)	13,60	12,89	12,61	13,30	13,20	13,61	14,98	14,46
kurs z dnia rekomendacji	9,28	9,81	10,28	11,87	11,93	13,30	14,27	13,29

**PGNIG**

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02
cena docelowa (PLN)	8,28	8,17	7,96	7,51	7,65	7,73	7,73	7,73	7,57	7,25
kurs z dnia rekomendacji	5,53	6,20	5,71	5,98	6,58	6,03	6,63	6,79	6,83	6,75

**PKN Orlen**

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-08-02	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	76,84	76,84	76,73	76,89	80,55	82,84	81,80	86,55	81,50
kurs z dnia rekomendacji	93,06	82,50	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	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-07-03	2018-04-06	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	23,50	30,93	34,70
kurs z dnia rekomendacji	24,88	32,70	33,20

**Polnord**

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2018-06-22	2018-02-02	2017-12-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	9,04	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	przeważaj
data wydania	2017-11-13
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	2,98

**PZU**

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-08-02	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	47,50	50,58	50,58	51,83	51,83
kurs z dnia rekomendacji	42,00	41,55	44,17	45,00	48,50

**Ronson**

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-06-22	2018-04-03	2018-03-29	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,09	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	2018-07-04	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	20,24	26,48	27,72	28,37	28,94
kurs z dnia rekomendacji	10,70	14,75	17,15	19,20	22,20

**Tarczyński**

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

**Torpol**

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj
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	niedoważaj	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	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	2018-07-04	2018-05-09	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	3,48	5,44	5,41	5,74	5,77	6,10
kurs z dnia rekomendacji	1,28	2,10	2,36	2,02	1,99	2,97

**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	przeważaj	równoważ	przeważaj	równoważ	przeważaj	przeważaj
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	przeważaj	przeważaj	przeważaj
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	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-08-02	2018-04-24	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	60,00	60,00	56,40	56,10	53,00	53,00	53,00
kurs z dnia rekomendacji	49,00	54,00	52,20	51,80	48,20	43,00	47,89

**ZUE**

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
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)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

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)