

środa, 4 lipca 2018 | opracowanie cykliczne

## Przegląd miesięczny: lipiec 2018

### Rynek akcji, makroekonomia

#### Rynek akcji

Korekta indeksów, wykupienie rynku w krótkim okresie, niskie wyceny i osłabienie lokalnych walut są okazją dla globalnego kapitału na EM. Ryzykiem zwiększającym zmienność pozostaje eskalacja wojny handlowej.

#### Ze spółek

##### Finanse

Podtrzymujemy przeważenie polskiego sektora bankowego, który od początku roku zachowywał się nieznacznie lepiej od szerokiego indeksu MSCI EME Financial. Obecnie widzimy już 22% potencjał wzrostu dla sektora bankowego w Polsce. Pomimo braku podwyżek stóp procentowych w tym roku konsensus prognoz jest nadal w zasięgu banków, dzięki bardzo dobrym dynamikom kredytów detalicznych. Przecena sektora bankowego w CEE pozostawiła wyceny OTP, EBS czy KOMB na bardzo atrakcyjnych poziomach.

##### Chemia

Naszym faworytem z branży chemicznej pozostaje Ciech.

##### Paliwa

„Ostatni” negatywny katalizator (szczyt OPEC) nie zdołał zmienić trendu na cenie ropy, co buduje mało optymistyczną perspektywę dla sektora downstream. W tym kontekście rekomendujemy budowanie ekspozycji w spółkach z istotnym segmentem wydobywczym i niską wyceną na tle grupy porównawczej (PGNiG, MOL).

##### Energetyka

Indeks WIG-Energia po krótkim odbiciu znów wrócił w okolice minimum, pomimo wzrostów cen węgla na europejskim rynku i powrotu cen energii na TGE do 210 PLN/MWh. Nadal podtrzymujemy opinię, że otoczenie regulacyjne i makro powinny budować wartość sektora.

##### Telekomunikacja, media, IT

W lipcu'18 spodziewamy się spadków notowań PLY, a wzmocnienia kursu oczekujemy w CPS i OPL. Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do AGO, jak i WPL z/w na dobrą koniunkturę na rynku reklamowym. Wśród spółek o mniejszej kapitalizacji najciekawiej prezentują się ATD i ASE.

##### Przemysł, metale

W ostatnich dwóch miesiącach wyraźnie wzrósł wskaźnik PPI dla polskiego przemysłu, co wynika naszym zdaniem z osłabienia PLN do EUR i USD (wyższe ceny sprzedaży dla eksporterów). 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 (1-szy okres osłabienia wyników).

##### Budownictwo

Perspektywy sektora pozostają negatywne. Po spadkach podtrzymujemy neutralne lub negatywne pozycjonowanie z wyjątkiem spółek budownictwa kubaturowego (UNI, ERB).

##### Deweloperzy

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do sektora. Preferujemy spółki charakteryzujące się wysoką efektywnością: ARH, 1AT, DOM, LCC, LKD, notowane na P/B'18=1,1x, P/E'18-20=6,4x oraz DYield'19-20=11,3%.

##### Handel

Efekt Mundialu 2018 może negatywnie wpłynąć na odwiedzalność centrów handlowych oraz sprzedaż spółek odzieżowo-obuwniczych w czerwcu'18. Naszym zdaniem najatrakcyjniej wycenionymi spółkami w sektorze są BTM, CCC, JMT, LPP oraz VST.

#### Kluczowe rekomendacje

**Pozytywne:** 1AT, ALR, AMC, BTM, CCC, CIE, ECH, ENA, ENG, FMF, JMT, JSW, KGH, KOMB, LCC, LPP, PFL, PGE, PGN, POZ, PZU, TPE, UNI, VST

**Negatywne:** CEZ, EAT, MIL, PKN

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	56 394	-2,6%	-12%
ATX	3 224	-3,5%	-4%
BUX	36 204	+0,7%	-8%
PX	1 076	+0,8%	+4%

Indeksy sektorowe WIG	1M	YTD	
WIG20	2 160	-1,4%	-12%
mWIG40	4 207	-5,8%	-11%
sWIG80	12 771	-4,7%	-10%
Banki	7 316	-2,9%	-14%
Budownictwo	2 178	-8,0%	-23%
Chemia	11 773	-1,2%	-23%
Energia	2 358	-4,0%	-21%
Górnictwo	3 584	-0,2%	-18%
Informatyka	1 947	-5,3%	-5%
Media	4 762	-8,8%	-1%
Nieruchomości	2 124	-1,7%	-3%
Odzież	6 626	-9,4%	-12%
Paliwa	6 061	+1,7%	-15%
Spożywczy	3 490	-7,2%	-4%
Telekomunikacja	645	-4,9%	-13%

Top 5 / Worst 5	1M	YTD	
Elektrotim	6,70	+34,0%	-23%
Prairie Mining	1,40	+27,3%	-5%
Interma Trade	2,67	+24,8%	-18%
Rank Progress	1,92	+17,8%	+1%
Polnord	8,91	+17,4%	-8%
Kopex	1,95	-22,0%	-49%
Stelmet	10,70	-24,4%	-26%
Altus TFI	7,62	-24,8%	-40%
PCM	11,60	-32,0%	-59%
Mostostal Zabrze	0,23	-39,5%	-64%

#### Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Atal	kupuj ▲	42,86 PLN ►
CEZ	sprzedaj ►	440,96 CZK ▼
Ciech	kupuj ►	81,14 PLN ▼
ING BSK	kupuj ▲	212,00 PLN ►
JSW	kupuj ►	107,00 PLN ▼
Stelmet	kupuj ►	20,24 PLN ▼
TXM	kupuj ►	3,48 PLN ▼

## Rynek akcji

**W czerwcu rosnące ryzyko wojny handlowej zepchnęło inne wydarzenia na dalszy plan i w głównej mierze odpowiadało za sentyment inwestorów na rynkach akcji (S&P500: +0,5%, DAX: -2,4%, SHP Composite: -8,0%). Pomimo dobrej sytuacji gospodarczej w Polsce i relatywnie atrakcyjnego poziomu wskaźników wycenowych, WIG20 pozostaje jednym z najsłabiej zachowujących się indeksów giełdowych na świecie (-13,9% YTD). Oprócz globalnego wzrostu ryzyka inwestycyjnego związanego z wojną handlową głównym powodem relatywnej słabości WIG pozostaje odpływ lokalnego kapitału. Od kilku kwartałów kapitał jest wycofywany z funduszy akcyjnych TFI przy jednoczesnym ujemnym saldzie przepływów OFE/ZUS, co zwiększa podatność GPW na przepływy globalne. Umocnienie USD, które trwa od połowy kwietnia, negatywnie wpływa na zachowanie indeksów na rynkach wschodzących (MSCI EM -8,6% YTD). W czerwcu fundusze ETF dedykowane na EM zanotowały największy odpływ kapitału od stycznia 2014 (-8,4 mld USD). Początek lipca powinien dać odpowiedź na pytanie, czy dojdzie do dalszej eskalacji wojny handlowej, co będzie kluczowe dla zachowania indeksów giełdowych w kolejnych tygodniach.**

### Globalna gospodarka rośnie, ale...

Indeks PMI Composite dla światowej gospodarki w maju wzrósł o 0,2 do 54 pkt – pozostaje jednak nieznacznie poniżej cyklicznego szczytu z lutego br. (54,8). Biorąc pod uwagę niepewną sytuację na rynkach wschodzących związaną m.in. z umocnieniem USD (ale również słabsze dane z Chin) oraz spowolnienie w Europie, wśród inwestorów wywołuje to obawy o utrzymanie w przyszłości trendu wzrostowego. Nadal najlepiej fundamentalnie prezentuje się gospodarka amerykańska. Zgodnie z prognozą Evercore ISI w 2Q realny wzrost PKB ma osiągnąć dynamikę 3,3% r/r (+4,8% q/q), sytuacja na rynku pracy jest najlepsza od kilkunastu lat, produktywność rośnie szybciej niż PKB (w 1Q +3,6% vs. 2,8% w przypadku PKB, dane q/q), a spółki giełdowe raportują najlepsze wyniki w historii (co dodatkowo wspiera rynek akcji poprzez rekordowo wysokie środki skierowane na skup akcji własnych i dywidendy – 800 mld USD). Czerwcowy ISM w przemyśle okazał się lepszy niż oczekiwali analitycy (60,2 vs. oczekiwane 58,3 i 58,7 w maju), potwierdzając pozytywne momentum. Rozczarowuje przede wszystkim sytuacja w Europie. W licznych komentarzach oczekiwano, że osłabienie EUR wpłynie pozytywnie na wskaźniki wyprzedzające w strefie euro, co się jednak nie wydarzyło. Zagregowany wskaźnik dla całej strefy spadł w maju z 55,1 do 54,1 pkt. Wstępne odczyty PMI w przemyśle za czerwiec również okazały się słabsze w ujęciu m/m. PMI w Niemczech obniżył się z 56,9 do 55,9, we Francji z 54,4 do 52,6, a dla całej strefy z 55,5 do 54,9. Na czerwcowe odczyty mogła negatywnie wpływać sytuacja polityczna we Włoszech, jednak powtórzenie negatywnego trendu w lipcu będzie już odebrane przez inwestorów jako potwierdzenie wyraźnego spowolnienia koniunktury.

### Banki centralne – dalsza normalizacja polityki monetarnej

Ostatnie posiedzenie FED – oprócz oczekiwanej podwyżki stóp procentowych (1,75%) – zaskoczyło inwestorów bardziej jastrzębim komunikatem, podnosząc oczekiwania na wyższe stopy w 2018/19. Fed skupił się na silnym wzroście gospodarczym w USA i rosnącej inflacji, pomijając wszelkie wzmianki o pogorszeniu się warunków finansowych w otoczeniu międzynarodowym. Powell wskazywał na konieczność osiągnięcia neutralnego poziomu stóp procentowych (rynki oczekują, że jest to poziom 2,75% chociaż pojawiają się już prognozy powyżej 3%, a nawet 3,25%), zaś obecną politykę określił jako nadal akomodacyjną. Inwestorzy będą zwracali szczególną uwagę na dane z rynku pracy, gdzie liczba dostępnych wakatów przekroczyła liczbę zarejestrowanych bezrobotnych (pierwszy raz od 2000 r.) i co może stwarzać presję na rosnące oczekiwania płacowe. W kolejnych kwartałach konsensus na docelowy poziom stóp może przesuwać się w górę. Jednocześnie spadek rentowności papierów dłużnych z dłuższymi terminami, powoduje dalszą presję na wypłaszczenie krzywej dochodowości (warunki finansowania w USA zacieśnia się), co generalnie jest zagrożeniem dla aktywów ryzykownych. To wraz z niektórymi rozczarowującymi danymi z Chin (produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna wzrosły mniej niż prognozowano) negatywnie wpływało na wyceny ryzykownych aktywów, w szczególności EM.

ECB również powoli zacieśnia politykę monetarną. Zgodnie z przewidywaniami na czerwcowym posiedzeniu nie zostały zmieniane stopy procentowe, ale ogłoszono ograniczenie programu QE (do września zakupy netto 30 mld EUR miesięcznie, od października do grudnia obniżenie skupu do 15 mld EUR miesięcznie). Jednocześnie ECB podwyższył prognozę ścieżki wzrostu inflacji na 2018-20 (najbardziej optymistyczna prognoza od lat) jednocześnie zapowiadając, że stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie do końca 2019, a nie jak dotychczas (w komunikacji z rynkami) ich poziom był uzależniony od danych rynkowych. Zmiana nastawienia ECB, w połączeniu ze spowolnieniem w strefie (ograniczenia podażowe, niższy popyt zewnętrzny) powoduje odwrót inwestorów od EUR i umacnia USD (negatywnie dla wycen na EM).

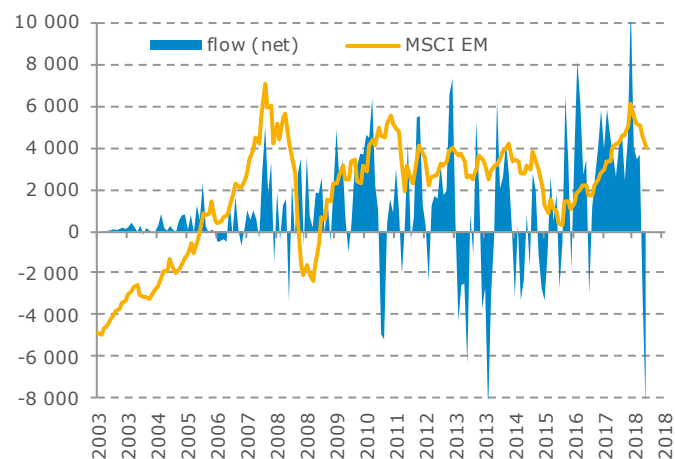
### Wojna celna – sytuacja zmierza w złym kierunku

Po okresie kilku tygodni, kiedy rozmowy pomiędzy USA a Chinami i UE toczyły się w kuluarach, zaś komentarze wskazywały na realne porozumienie i złagodzenie pierwotnych zapowiedzi co do listy produktów obłożonych cłem według stawki 25%, administracja Trumpa przystąpiła do finalnej ofensywy. W pierwszych dniach czerwca ogłoszono podniesienie ceł na stal i aluminium z UE, Kanady i Meksyku (pierwotnie kraje te miały być wyłączone), a w połowie miesiąca Trump poinformował, że administracja do 6 lipca nałoży cła na towary z Chin o wartości 34 mld USD (1102 produkty z listy ogłoszonej na początku kwietnia). Co do 248 produktów o wartości importu 16 mld USD nadal nie wyznaczono jeszcze ostatecznej daty. Prezydent USA zapowiedział, że w przypadku reakcji odwetowej Chin będzie dążył do podniesienia ceł na dodatkowe 100, a nawet 200 miliardów dolarów towarów. Reakcja Chin była adekwatna... 34 mld USD od 6 lipca (m.in. płody rolne i samochody, taryfy dot. kolejnych produktów, m.in. surowców energetycznych, produktów chemicznych i sprzętu medycznego w dalszym terminie). Sytuacja jest bardzo trudna i negatywna dla rynków finansowych chociaż, nadal istnieje szansa że do 6 lipca strony mogą jeszcze dojść do konsensusu. Odwetowe cła zapowiadają również kraje europejskie.

### GPW nadal pod wpływem umorzeń w ETF

Przy średniomiesięcznym odpływie kapitału z OFE na poziomie ok. 520 mln PLN i braku nowych środków w TFI (akcyjne i mieszane netto: -10 mln PLN w maju), GPW pozostaje zdana na przepływy kapitałów globalnych. Wprowadzenie PPK, które mogło zmienić obraz krajowych zasobów dedykowanych na rynek kapitałowy, odsuwa się w czasie (ostatnia zapowiedź to połowa 2019 roku). W czerwcu fundusze ETF dedykowane na rynki wschodzące straciły aż 8,4 mld USD (odpływy netto, -4,0% AUM), co było największym miesięcznym umorzeniem jednostek od stycznia 2014 roku i drugim największym w historii. Przypominamy, że w maju fundusze te straciły 3,3 mld USD.

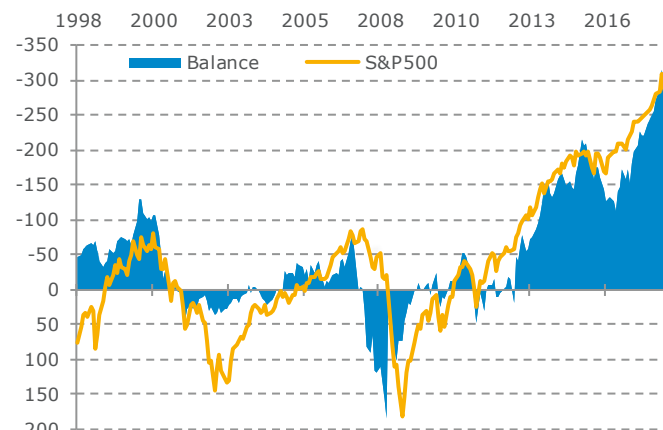
### Przepływy netto do funduszy ETF dedykowanych na EM na tle MSCI EM



Źródło: Bloomberg

Analizując przepływy kapitałowe zwracamy jeszcze uwagę na rosnący lewar inwestycyjny na rynku amerykańskim. Szerzej opisywaliśmy sytuację w *Strategii inwestycyjnej 2018*. Według danych FINRA za maj margin debt pomniejszony o gotówkę na rachunkach wzrósł do 332 mld USD (+44,7 mld YTD). Przypominamy, że w poprzednich cyklach koniec hossy/bessy zapowiadały dywergencje tego wskaźnika i indeksu (wzrost indeksu przy zmniejszającym się lewarze), co obecnie nie ma miejsca (dane publikowane z miesięcznym opóźnieniem).

### Margin debt pomniejszony o gotówkę na tle S&P500



Źródło: Bloomberg

### Na razie makro i wyceny to za mało

Makroekonomiści mBanku oczekują, że w II kwartale wzrost PKB wyniesie 4,8-5,0%. Biorąc pod uwagę dobre dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej za maj, ogólny scenariusz dla polskiej gospodarki na ten rok wydaje się niezagrażony (realny PKB +4,6%). Podtrzymujemy opinię, że w przypadku głównych sektorów z WIG20 można oczekiwać poprawy momentum wynikowego w kolejnych kwartałach, co dotychczas było czynnikiem negatywnie wpływającym na wyceny. Prognozowane P/E dla WIG20 na koniec 2019 to 10,0x – historycznie i w relacji do MSCI EM (10,6x) to niski poziom.

### Michał Marczak

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

## Sektory

### Finanse

- Obecnie widzimy już 22% 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%. Fuzja nie jest przesadzona, ponieważ będzie musiała uzyskać nie tylko zgodę PZU oraz PFR, ale większości akcjonariuszy na WZA. Ponadto uważamy, że dywidenda w Banku Pekao i tak będzie musiała być obniżona w średnim terminie przez co nastawienie inwestorów do ewentualnej fuzji jest zbyt pesymistyczne. Zwracamy także uwagę, że obecna wycena Alior Banku przy ewentualnej transakcji oznaczałaby stratę dla grupy PZU przez co ewentualny parytet wymiany akcji powinien to uwzględnić.
- Widzimy także 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 szanse na sprzedaż akcji przez DB po obecnej cenie rynkowej są niskie. Zakończenie transakcji i w efekcie podaż akcji uzależniona jest od zgody KNF. 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 KOM 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 czerwcu i maju 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.
- 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.
- Najbardziej atrakcyjny jest Ciech (wysoki DYield'18, atrakcyjna wycena).
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj).

### Paliwa

- Na ostatnim szczycie OPEC i krajów stowarzyszonych podjęto decyzję o zwiększeniu kwot produkcyjnych o 1 mln boe/d, co ma pozwolić na zbilansowanie rynku w kontekście ubytków wydobycia w Wenezueli i przywrócenych sankcji na Iran. Wszystko wskazuje jednak na to, że realny potencjał zwiększenia podaży jest mniejszy niż zakładano i rynek pozostanie w deficycie w kolejnych kwartałach. Nastroje zostały dodatkowo podgrzane przez dane o spadkach zapasów i już widać

wzrost napięcia na rynku surowca (backwardation na miesięcznych kontraktach, odwrócenie trendu na pozycjach spekulacyjnych na Brent). Na horyzoncie brakuje teraz katalizatorów, które mogłyby doprowadzić do większej przeceny surowca.

- W takim otoczeniu pod presją pozostają marże rafineryjne (ostatnie odczyty oscylują wokół 3 USD/Bbl), a po chwilowym odbiciu znów zaczynają spadać też benchmarki rentowności w sektorze petrochemicznym. Powoli zmniejsza się też wsparcie w postaci dyferencjału Ural/Brent (perspektywa spadku podaży ciężkiej ropy z Iranu i wzrost aktywności rafinerii europejskich). Zauważalny jest też wzrost podaży paliw z rafinerii chińskich.
- Ceny gazu zarówno na europejskim jak i polskim rynku w ostatnich tygodniach wróciły do wzrostów po chwilowej korekcie. Oczekujemy, że bardzo wysokie dynamiki r/r pozwolą na znaczną poprawę wyników w segmentach wydobywczych w 2Q i 3Q.
- W takim otoczeniu makro (w ostatnim raporcie podnieśliśmy prognozy cen ropy i gazu) utrzymujemy negatywne nastawienie do rafinerii, a jako alternatywę wskazujemy akcje PGNiG, które skorzysta nie tylko na drożących węglowodorach, ale ma szansę na re-rating i ekspansję wskaźników wyceny (wynik arbitrażu z Gazpromem, uгода Gazpromu z KE, akwizycje na norweskim szelfie, brak zaangażowania w projekt atomowy). W ramach zintegrowanych rafinerii preferujemy akcje MOL-a.
- **Kluczowe rekomendacje:** MOL (akumuluj), PGNiG (kupuj), PKN Orlen (redukuj).

### Energetyka

- Notowania CO<sup>2</sup> zamknęły czerwiec na poziomie 15 EUR/t (14,9 EUR/t na koniec maja), ale wsparciem dla cen energii na rynku niemieckim (aktualnie ponad 43 EUR/MWh) okazał się węgiel, który w kontrakcie rocznym powrócił powyżej 90 USD/t. Nadal beneficjentami wzrostu cen prądu w Europie są czyste elektrownie i te zintegrowane pionowo, gdyż clean dark spread pozostaje ujemny, choć ten parametr wyraźnie się poprawił na przestrzeni ostatnich tygodni.
- Sektorowy indeks MSCI Utilities Europe w kontekście tych pozytywnych trendów zachowywał się lepiej od szerokiego rynku, szczególnie że nastroje generalnie nie były zbyt dobre. WIG Energia kolejny raz był pod tym względem wyraźnie słabszy, nie tylko na tle branży europejskiej, ale również indeksu WIG, mimo dobrego początku miesiąca.
- Na polskim rynku energii ceny zachowywały się słabiej od benchmarku niemieckiego, częściowo zapewne z uwagi na „słowną” interwencję Prezesa URE, który sugerował manipulację na rynku. Niemniej jednak aktualnie notowania wróciły już w okolice 210 PLN/MWh. Nadal uważamy, że perspektywy rentowności wytwarzania w 2019 prezentują się lepiej niż zakłada to konsensus prognoz. Nie można też lekceważyć wyższych marż w obszarze OZE.
- Polski sektor jest nadal na minimach z wyceną 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

- 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 telekomu konwergentny fixed + mobile bazując na posiadanych już aktywach.
- Na rynku polskim, po zakupie 33%-ego 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 działał głównie na terenach nisko zurbanizowanych, Netia – w największych miastach).
- Z kolei T-Mobile w poł. grudnia rozpoczął negocjacje z Orange Polska w zakresie hurtowego dostępu szerokopasmowego (BSA) na obszarach nieregulowanych na sieci FTTH.
- Kluczowym pytaniem jest co dalej z UPC Polska? Prawdopodobne są trzy scenariusze: (1) przejęcie przez T-Mobile, (2) przejęcie Play przez UPC i (3) przejęcie UPC przez Play. Najbardziej prawdopodobnym dla nas scenariuszem jest obecnie przejęcie przez T-Mobile. Zwracamy także, że UPC sprzedał pod koniec grudnia austriacką część do grupy Deutsche Telekom (EV/ EBITDA w transakcji = 6,8x), co szef grupy Deutsche Telekom skomentował jako ważny krok w stronę realizacji w pełni konwergentnego telekomu w zasięgu posiadanych sieci europejskich.
- Według prognozy agencji mediowej Zenith, wartość polskiego rynku reklamowego wzrośnie 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 czerwcu'18 WIG INFO spadł o 5,2% (vs. -3,1% WIG). Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 14,6x (zgodnie z historyczną średnią z 3 lat, tym samym poziomem premii spadł o blisko 11% w ciągu 3 miesięcy). W czerwcu'18 spadki kursu zanotowało 5 z 7 pokrywanych przez nas spółek IT. Największe obniżki kursu wystąpiły w przypadku spółek: Ailleron (-13,0%) oraz Asseco Poland (-6,5%).
- Wśród spółek IT o mniejszej kapitalizacji naszymi faworytami są ASEE, Atende. Neutralne nastawienie mamy do Ailleronu i Asseco BS oraz do Wasko.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (kupuj), Play (redukuj), Wirtualna Polska (akumuluj), Agora (kupuj), Atende (przeważaj), Asseco SEE (przeważaj).

## Przemysł i metale

- W czerwcu indeksy MSCI Industrials dla Europy i dla świata nie zmieniły się, ale obniżone zostały oczekiwania analityków odnośnie wyników spółek w Europie, co spowodowało, że obecnie europejski indeks jest notowany z premią do swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA.
- Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na kilka pozytywnych czynników, których beneficjentami jest obecnie polski przemysł. W dwóch ostatnich miesiącach wyraźnie wzrósł wskaźnik PPI dla polskiego przemysłu, co wynika naszym zdaniem z osłabienia PLN do EUR i USD (wyższe ceny sprzedaży dla eksporterów). 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).
- Oczekujemy, że w 2Q'18 dodatnią dynamikę rezultatów pokażą Amica (Zarząd bardziej pewny rezultatów w 2Q'18 po wynikach 1Q'18), Alumetal (wysokie marże na głównych produktach w IV i V), Famur (wzrost cenników + wyższy realizowany backlog), Cognor (sprzyjające spready na głównych wyrobach stalowych) oraz Tarczyński (wzrost wyników po udanej restrukturyzacji i optymalizacji portfela produktów).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Famur (kupuj), 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 lipcu 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 2 miesięcy). 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. Warto również zwrócić uwagę na odbicie premii hutniczej na rynku (premia producencka).
- Wysoka produkcja stali na świecie (duża ilość globalnie prowadzonych projektów infrastr.) oraz zwiększające się obłożenie mocy produkcyjnych pozytywnie przekłada się na ceny stali. Obecnie marże na produkcji podstawowych wyrobów dla producentów 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.

- 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. O ile jesteśmy pozytywni na obie spółki, to naszym zdaniem obecnie większe pole do pozytywnych zaskoczeń ma JSW (rosnące globalne wykorzystanie mocy w hutach, spadające zapasy stali w Chinach, spadające zapasy koksu w chińskich portach, brak ryzyka strajku po porozumieniu płacowym ze związkami). W krótkim terminie ryzykiem dla KGHM jest wysoka liczba otwartych pozycji przez inwestorów spekulacyjnych na miedzi. Jeżeli strajk w Escondida nie doszedłby do skutku, to zamykanie pozycji spowodowałoby spadek cen metalu.
- **Kluczowe rekomendacje:** KGHM (kupuj), JSW (kupuj).
- Nie widzimy uzasadnienia gwałtownego spadku kursu Atalu (-13% m/m). Wycena na poziomie P/E'17-20 = 7,0x oraz DYield'19=13,8% jest według nas okazją do kupna.
- Wzrost kursu Polnordu (+19% m/m) postrzegamy jako okazję do sprzedaży. W raporcie z 22.VI istotnie obniżyliśmy prognozy na lata 2018-20.
- W latach '11-14 zaliczki finansowały zaledwie 13-15% zapasów vs. 32% na koniec '17. Planowana likwidacja otwartych rachunków powierniczych odetnie sektor od powyższego źródła finansowania i zwiększy zadłużenie sektora. Uważamy, że preferowane przez nas spółki skorzystają na konsolidacji rynku, a wyższy koszt finansowania skompensują wzrostem cen mieszkań po prawdopodobnym załamaniu podaży. Obecnie nie zakładamy redukcji dywidend w sektorze, niemniej jest to istotny czynnik ryzyka.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** LC Corp (kupuj), Echo Investment (kupuj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj), Polnord (niedoważaj).

## Budownictwo

- Szacujemy, że w 1H'18 nastąpiło otwarcie ofert w 17 znaczących przetargach o łącznej wartości 6,4 mld PLN (ceny netto oferenta). Wartość złożonych ofert przekraczała budżet inwestora o 49%. Przekroczenie budżetu o przynajmniej 20% miało miejsce w 77% przetargów (wartościowo), co znacznie zwiększa ryzyko unieważnienia postępowań (dwa przetargi za 1,9 mld PLN zostały już unieważnione). Jedynie w 1 z powyższych 16 przetargów miał miejsce wybór oferty (za 35 mln PLN). Różnica między 1. a 2. ofertą wyniosła średnio 4% vs. 8% w 2017.
- Skuteczność TRK, TOR, ZUE i BDX w tegorocznych przetargach kolejowych jest wysoka (wartościowo ponad 60%), niemniej większość postępowań powinna być unieważniona (przekroczenie budżetu). Portfele wciąż wypełniają kontrakty pozyskiwane w okresie silnej konkurencji.
- W 1H'18 GDDKiA otworzyła oferty w 9 przetargach o wartości 3,3 mld PLN (ceny netto oferentów). Wartość najkorzystniejszych ofert była o ok. 5% niższa od budżetu inwestora (25% w ubiegłym roku). Skuteczność BDX w tegorocznych otwarciach ofert jest zerowa.
- Spodziewamy się wyższej rentowności UNI pozyskiwanych obecnie kontraktach. W 2Q'18 w segmencie mieszkaniowym spółka podpisała 5 umów o wartości 316 mln PLN (ok. 4600 PLN/PUM vs. 3500 PLN/PUM w 2017). Spółka pozostaje naszym top pickiem w sektorze.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Unibep (kupuj), Trakcja (niedoważaj).

## Deweloperzy

- W raporcie z 22.VI podtrzymaliśmy pozytywne nastawienie do sektora. Preferujemy spółki charakteryzujące się wysoką efektywnością: ARH, 1AT, DOM, LCC, LKD, notowane na P/B'18=1,1x, P/E'18-20=6,4x oraz DYield'19-20=11,3%. Powinny one dobrze radzić sobie w okresie spowolnienia i brać udział w konsolidacji rynku, która może nastąpić po nowelizacji ustawy deweloperskiej (likwidacja otwartych rachunków powierniczych).
- LC Corp pozostaje najbardziej preferowaną z uwagi na: (1) 20% dyskonto na P/E'18-20=5,4x, (2) 45% dyskonto na P/B'18=0,69x, (3) notowania z prawem do dywidendy za '17 (DPS=0,24%, DYield=10,2%), (4) możliwą dywidendę nadzwyczajną po sprzedaży części nieruchomości komercyjnych, których NAVPS wynosi ok. 2,40 PLN.
- 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. Efekt wysokiej bazy w sprzedaży powinien negatywnie wpływać na rezultaty spółki w okresie lipiec-wrzesień'18.
- AmRest pozostaje aktywny na rynku M&A. Niemniej oczekujemy spowolnienia dynamiki EBITDA r/r poniżej 20% w 2-3Q'18 ze względu na konieczność ponoszenia dodatkowych kosztów związanych z konsolidacją przejrzanych 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 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:** CCC (kupuj), Eurocash (kupuj), Jeronimo Martins (kupuj), LPP (akumuluj), TXM (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>+21,8%</b>	<b>12,2</b>	<b>9,8</b>		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	68,00	+60,3%	9,3	7,8		
BZ WBK	kupuj	2018-03-05	357,80	430,00	339,80	+26,5%	13,4	11,0		
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	70,00	+34,3%	14,5	11,9		
ING BSK	kupuj	2018-07-04	178,40	212,00	178,40	+18,8%	14,8	13,0		
Millennium	redukuj	2018-04-06	8,35	7,00	8,04	-12,9%	13,5	12,3		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	112,70	+39,3%	13,5	11,2		
PKO BP	trzymaj	2018-04-06	39,74	38,00	38,10	-0,3%	14,4	12,0		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	952,50	+16,6%	12,2	10,4		
Erste Bank	akumuluj	2018-06-06	34,78	40,00 EUR	34,59	+15,6%	10,6	9,8		
OTP Bank	kupuj	2018-06-06	10 210	12 090 HUF	10 230	+18,2%	10,4	9,5		
PZU	kupuj	2018-03-05	41,55	50,58	38,97	+29,8%	10,0	9,8		
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	191,10	+57,5%	10,1	8,6		
Prime Car Management	kupuj	2018-06-06	12,70	15,54	11,60	+34,0%	6,5	5,6		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-02-02	30,60	56,30	25,70	+119,1%	6,2	5,2		
<b>Chemia</b>						<b>+30,0%</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>	<b>5,4</b>	<b>5,8</b>
Ciech	kupuj	2018-07-04	53,05	81,14	53,05	+53,0%	7,1	7,3	4,7	4,8
Grupa Azoty	trzymaj	2018-05-25	42,60	44,40	42,60	+4,2%	14,2	14,6	5,4	5,8
Polwax	kupuj	2018-05-09	7,80	16,69	7,60	+119,6%	5,1	3,8	6,5	5,8
<b>Paliwa</b>						<b>+15,2%</b>	<b>9,6</b>	<b>9,9</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>
Lotos	trzymaj	2018-06-29	54,50	52,51	57,22	-8,2%	13,0	10,6	5,6	5,5
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	5,91	+40,1%	8,1	6,9	4,0	3,4
PKN Orlen	redukuj	2018-06-29	82,50	76,84	83,98	-8,5%	10,0	12,3	6,0	6,9
<b>Energetyka</b>						<b>+13,7%</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>
CEZ	sprzedaj	2018-07-04	550,00	440,96 CZK	550,00	-19,8%	20,8	19,3	8,3	8,2
Enea	kupuj	2018-05-29	9,57	12,62	9,31	+35,6%	4,5	3,5	4,0	3,4
Energa	kupuj	2018-05-29	9,00	15,58	8,86	+75,8%	4,6	4,4	3,4	3,3
PGE	kupuj	2018-05-29	9,28	13,60	9,44	+44,1%	5,8	5,6	3,6	3,4
Tauron	kupuj	2018-05-29	2,01	2,76	2,25	+22,7%	3,0	3,7	3,9	4,4
<b>Telekomunikacja, media, IT</b>						<b>+8,4%</b>	<b>20,2</b>	<b>16,4</b>	<b>7,1</b>	<b>6,2</b>
Netia	redukuj	2018-06-06	5,00	4,30	4,96	-13,3%	45,1	54,5	5,8	6,1
Orange Polska	kupuj	2018-04-06	5,83	7,60	4,62	+64,5%	20,2	11,1	4,2	3,8
Play	redukuj	2018-07-03	24,88	23,50	24,60	-4,5%	8,0	8,2	6,1	5,9
Agora	kupuj	2018-04-06	14,50	18,40	12,70	+44,9%	24,1	26,2	4,3	4,5
Cyfrowy Polsat	akumuluj	2018-06-15	22,76	24,90	23,18	+7,4%	13,5	11,5	7,1	6,2
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-04-24	54,00	60,00	50,00	+20,0%	19,6	16,8	10,7	9,0
Asseco Poland	trzymaj	2018-06-06	44,00	41,20	41,54	-0,8%	14,1	14,8	8,5	8,0
CD Projekt	sprzedaj	2018-04-06	114,90	90,80	162,80	-44,2%	78,4	23,5	62,1	18,1
Comarch	akumuluj	2018-05-09	145,00	166,50	154,50	+7,8%	22,2	16,4	8,8	7,6
<b>Przemysł, surowce</b>						<b>+27,9%</b>	<b>10,5</b>	<b>6,3</b>	<b>7,0</b>	<b>4,6</b>
Famur	kupuj	2018-05-09	5,94	6,95	5,14	+35,2%	14,7	11,5	7,2	6,1
Grupa Kęty	trzymaj	2018-06-06	360,50	371,08	321,00	+15,6%	11,1	11,3	8,1	8,0
JSW	kupuj	2018-07-04	77,50	107,00	77,50	+38,1%	4,1	5,7	2,2	2,6
Kemel	trzymaj	2018-05-09	50,80	53,04	48,35	+9,7%	9,9	5,2	6,8	4,6
KGHM	kupuj	2018-06-06	96,52	112,92	90,44	+24,9%	7,4	5,8	4,4	3,3
Stelmet	kupuj	2018-07-04	10,70	20,24	10,70	+89,2%	14,5	6,7	7,6	4,7
<b>Budownictwo</b>						<b>+27,9%</b>	<b>9,4</b>	<b>9,0</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>
Budimex	trzymaj	2018-06-06	153,00	163,00	131,00	+24,4%	9,8	10,7	3,6	3,7
Elektrobudowa	trzymaj	2018-06-06	69,00	71,00	72,40	-1,9%	14,5	14,2	5,8	5,8
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	5,60	+80,4%	6,4	5,5	4,2	3,3
<b>Deweloperzy</b>						<b>+20,3%</b>	<b>7,7</b>	<b>8,0</b>	<b>7,4</b>	<b>7,3</b>
Atal	kupuj	2018-07-04	36,40	42,86	36,40	+17,7%	7,4	7,8	6,6	7,2
Capital Park	kupuj	2018-04-06	5,95	8,35	5,45	+53,2%	10,8	9,1	17,7	17,0
Dom Development	akumuluj	2018-06-22	85,80	87,80	75,80	+15,8%	7,9	8,3	6,4	7,0
Echo	kupuj	2018-04-06	5,23	5,63	4,26	+32,2%	5,8	5,4	6,9	7,1
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	9,27	+3,6%	10,9	9,4	15,1	14,2
LC Corp	kupuj	2018-06-22	2,39	3,58	2,55	+40,4%	6,1	5,6	8,0	7,5
<b>Handel</b>						<b>+27,3%</b>	<b>25,5</b>	<b>17,1</b>	<b>14,6</b>	<b>10,2</b>
AmRest	redukuj	2018-04-06	449,50	426,00	439,50	-3,1%	46,3	36,3	15,2	12,1
CCC	kupuj	2018-06-06	242,80	295,00	195,50	+50,9%	25,6	15,1	14,6	10,2
Dino	trzymaj	2018-06-06	107,40	103,50	104,00	-0,5%	31,9	23,9	19,8	15,3
Eurocash	kupuj	2018-04-06	24,41	30,70	21,15	+45,2%	22,2	17,1	7,2	6,1
Jeronimo Martins	kupuj	2018-06-06	13,52	16,40 EUR	11,96	+37,1%	16,2	15,1	7,1	6,4
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	1,28	+171,9%	-	4,3	17,5	4,2
<b>Inne</b>						<b>+2,0%</b>	<b>11,0</b>	<b>10,0</b>	<b>7,3</b>	<b>6,7</b>
PBKM	trzymaj	2018-06-06	73,00	76,26	74,80	+2,0%	11,0	10,0	7,3	6,7



**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>15,3</b>	<b>10,2</b>	<b>5,8</b>	<b>5,4</b>
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	14,40	-11,1%	17,1	14,9	7,8	6,4
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	26,40	-5,7%	15,3	13,9	10,2	9,4
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	10,90	-6,8%	10,0	9,5	4,4	4,0
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	3,98	-6,4%	9,3	8,4	5,7	5,4
Wasko	równoważ	2018-05-30	1,68	1,84	+9,5%	15,5	10,2	5,8	4,9
<b>Spółki przemysłowe</b>						<b>8,9</b>	<b>10,6</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	47,20	+0,4%	9,3	10,2	7,8	7,8
Amica	przeważaj	2018-06-06	121,00	111,80	-7,6%	7,8	6,4	5,2	4,3
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	23,00	-4,2%	12,6	13,1	7,3	7,5
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	6,75	-31,5%	8,5	8,2	6,1	5,7
Elemental	równoważ	2018-04-27	1,09	0,97	-11,0%	3,9	3,4	4,2	3,7
Ergis	równoważ	2018-04-27	4,06	3,73	-8,1%	8,3	7,9	6,1	5,6
Forte	równoważ	2018-04-27	50,70	45,20	-10,8%	19,3	12,3	12,9	10,0
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	67,40	+6,1%	18,4	18,8	10,9	10,8
Mangata	równoważ	2018-06-22	90,00	96,00	+6,7%	13,1	12,9	8,1	7,8
Pfleiderer Group	przeważaj	2018-04-27	37,30	37,00	-0,8%	17,1	15,3	6,2	5,8
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,68	+23,5%	6,7	3,8	5,9	2,6
Tarczyński	równoważ	2018-05-30	14,50	14,70	+1,4%	7,9	10,9	5,6	6,2
<b>Budownictwo</b>						<b>19,3</b>	<b>8,9</b>	<b>5,7</b>	<b>4,7</b>
Elektrotim	równoważ	2018-05-28	5,80	6,70	+15,5%	40,6	17,1	7,6	6,6
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,23	-12,0%	10,1	7,1	5,3	4,4
Torpol	równoważ	2018-05-28	6,40	4,80	-25,0%	22,5	7,0	6,1	3,6
Trakcja	niedoważaj	2018-05-18	3,65	2,69	-26,3%	21,1	19,3	5,1	5,0
Ulma	równoważ	2018-05-28	73,00	70,00	-4,1%	8,7	8,4	3,5	3,3
ZUE	równoważ	2018-05-28	5,86	5,46	-6,8%	17,5	9,4	7,1	5,7
<b>Deweloperzy</b>						<b>7,1</b>	<b>6,0</b>	<b>9,6</b>	<b>5,7</b>
Archicom	przeważaj	2018-06-22	15,00	15,15	+1,0%	7,1	4,9	6,6	5,2
BBI Development	równoważ	2018-04-26	0,66	0,54	-18,2%	12,5	6,0	13,3	5,7
i2 Development	równoważ	2018-06-22	15,40	16,20	+5,2%	4,9	5,6	8,1	6,9
JWC	równoważ	2018-06-22	3,48	3,49	+0,3%	9,5	3,8	9,6	4,3
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-06-22	18,80	17,90	-4,8%	6,0	6,9	4,5	5,3
PA Nova	równoważ	2018-03-29	22,30	19,50	-12,6%	6,4	7,4	10,1	11,3
Polnord	niedoważaj	2018-06-22	9,04	8,91	-1,4%	-	-	-	-
Ronson	równoważ	2018-06-22	1,09	1,05	-3,7%	11,3	7,5	12,3	10,8
<b>Handel</b>						<b>12,0</b>	<b>10,3</b>	<b>7,8</b>	<b>6,8</b>
Bytom	przeważaj	2018-05-23	2,92	2,69	-7,9%	12,0	11,0	7,8	6,8
Monnari	przeważaj	2018-05-23	7,19	6,60	-8,2%	8,6	8,1	3,8	3,3
Vistula	przeważaj	2018-05-23	4,79	4,42	-7,7%	12,6	10,3	8,6	7,0

**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:

**KUPIJ** – 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 postępującego 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 stanowił 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.

Investowanie 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 4 lipca 2018 o godzinie 8:32.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 4 lipca 2018 o godzinie 8:32.

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, Energia, 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, Element 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, Oponeo.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, Rawiplug, Robyg, Rubicon Partners NF, 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.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski 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 sprzedający 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 branżych 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 wiążącą 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)** – wyliczona 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, Lagardere, Regal Entertainment Group, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media, Telegraaf Media Groep
<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, Mota Engil, Skanska, PEAB, NCC
<b>Capital Park, GTC</b>	BBI Development, Capital Park, Echo Investment, GTC, P.A. Nova, PHN, Alstria Office, Atrium European RE, CA Immobilien, Deutsche Euroshop, DIC Asset, Immofinanz, Klepierre, Unibail-Rodamco, S Immo
<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, Tauron</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, Tronox, Wacker 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 Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpelcom, Vodafone Group
<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, Mota Engil, Skanska, PEAB, NCC, Siemens, Alstom, ABB, Schneider Electric
<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, Banpu Public, LW Bogdanka, Shaanxi Heima, China Coal, Shougang Fushan Resources, Cokal, Teck Resources
<b>Kernel</b>	Astarta, Andersnons, ADM, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oil Group, Ovostar, Wilmar
<b>Kęty</b>	Alcoa, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Impexmetal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
<b>KGHM</b>	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-Mcmoran, Grupo Mexico, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
<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, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras, Unipetrol
<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 Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpelcom, Vodafone Group
<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, Vodafone Group
<b>PGNiG</b>	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, SSE, Statoil, Total
<b>PKN Orlen</b>	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Galp, Hellenic, Huntsman, Indorama, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Unipetrol, Westlake
<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, Vodafone Group
<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 Holding, Invesco, Investec, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Quercus, Schroders, T Rowe Price
<b>Stelmet</b>	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Paged, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmorin, West Fraser
<b>Synthos</b>	Apar Industries, Ashi Kasei, BASF, Dow Chemical, Grand Pacific, Kumcho PetroChemical, Lanxess, Polyone, Synthomer, Trinseo, TSRC, UBE Industries, ZEON
<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

**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	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

**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	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

**Atende**

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,25	4,85	4,46

**BBI Development**

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-04-26	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,66	0,70

**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	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
data wydania	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)	81,14	88,64	89,71	85,40	85,87	90,13	79,54	77,07
kurs z dnia rekomendacji	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	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-06-22	2018-03-20	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	87,80	103,10	103,00	101,10
kurs z dnia rekomendacji	85,80	85,80	82,00	82,25

## 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
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	15,23	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	akumuluj
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
cena docelowa (PLN)	15,58	14,91	14,71	15,20	14,97	14,81	14,49	13,50	13,20
kurs z dnia rekomendacji	9,00	9,96	10,11	12,21	12,60	12,09	13,40	13,64	11,65

**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	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-06-06	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (EUR)	40,00	40,00	35,98
kurs z dnia rekomendacji	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	2018-05-09	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
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
cena docelowa (PLN)	44,40	60,99	67,13	73,42	73,64	78,52	80,77	69,60	74,30	74,30
kurs z dnia rekomendacji	42,60	51,10	56,55	72,00	74,40	71,30	79,80	68,90	72,08	63,30

**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	kupuj	akumuluj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2018-07-04	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01
cena docelowa (PLN)	212,00	212,00	212,00	152,39
kurs z dnia rekomendacji	178,40	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	kupuj
data wydania	2018-07-04	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	107,00	115,23	109,12	108,14	120,71	122,30
kurs z dnia rekomendacji	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	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	53,04	53,46	53,47	57,20	58,70	71,74
kurs z dnia rekomendacji	50,80	48,80	50,90	47,51	48,25	60,70

**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	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	trzymaj	trzymaj	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	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	52,81	51,73	51,08	52,67	51,53	51,53	51,61	51,61	48,25
kurs z dnia rekomendacji	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	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	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	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
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	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
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	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
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 (PLN)	76,84	76,73	76,89	80,55	82,84	81,80	86,55	81,50
kurs z dnia rekomendacji	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	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	równoważ	niedoważają	niedoważają
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	kupuj
data wydania	2018-07-04	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02	2017-09-01	2017-07-17
cena docelowa (PLN)	20,24	26,48	27,72	28,37	28,94	30,50
kurs z dnia rekomendacji	10,70	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
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	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	2018-07-04	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	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)

**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)