

środa, 5 grudnia 2018 | opracowanie cykliczne

Rynek akcji w 2019: strategia inwestycyjna

Rynek akcji, makroekonomia

Zakładamy pozytywny scenariusz dla rynku akcji w 2019 r. 55% kapitalizacji giełd stanowi rynek amerykański. Dopóki S&P500 nie wchodzi w trend spadkowy, dopóty w percepcji inwestorów na świecie trwa hossa – dająca nadzieję, że ceny akcji w Europie i Azji też wzrosną. Naszym zdaniem bardziej prawdopodobne jest, że w 2019 roku gospodarki Chin czy Strefy Euro przyspieszą tempo wzrostu niż to, że USA wejdą w recesję. Realne stopy procentowe są nadal niskie. FED ocenia obecny poziom stopy dyskontowej jako bliski neutralnemu, a nawet dopuszcza opóźnienia w zacieśnianiu polityki monetarnej. Statystycznie w ostatnich 6 cyklach gospodarczych w USA, recesja następowała po 13 miesiącach od odwrócenia krzywej dochodowości. Wg. prognoz odwrócenie krzywej nastąpi w połowie przyszłego roku – jeżeli historia ma się powtórzyć, recesja nastąpi za około 20 miesięcy. S&P500 osiągał szczyt średnio po 11 miesiącach od wypłaszczenia krzywej i 2 miesiące przed recesją.

Efekt szczytu G20, nawet jeśli tymczasowy, powinien oznaczać okres wzrostu cen ryzykownych aktywów. Jeżeli w dalszej części roku nie dojdzie do eskalacji wojny handlowej, oczekujemy, że powrócą zamówienia w przemyśle, a gospodarki „eksportowe” takie jak Niemcy zaczną wychodzić ze spowolnienia. Analitycy oczekują, że Chiny jeszcze w grudniu br. zdecydują o obniżeniu podatku VAT i podatku od zysków przedsiębiorstw, co byłoby dodatkowym czynnikiem wzrostu dla EM. Spadek globalnego ryzyka wraz z bardziej gołębią nastawieniem FED powinny prowadzić do osłabienia USD, co pozytywnie przekładało się na wyceny aktywów na EM.

Przy tak dynamicznie rosnących tegorocznych zyskach spółek amerykańskich (+25% r/r), każdy inny rynek akcji na świecie wydawał się nieatrakcyjny. Rok 2019 nieco zmieni tą perspektywę. Oczekiwane spowolnienie dynamiki wzrostu EPS w USA do 8%, przy scenariuszu globalnej stabilizacji makro powinno prowadzić do zwiększenia przez inwestorów alokacji w akcjach spółek z EM. Prognozowane na 2019 roku P/E dla MSCI EM to 10,4x vs. 15,0x dla S&P500. Fundusze są niedoważone w akcjach EM. W ostatnich 10 latach średni udział EM w łącznych AUM na rynku akcji wynosił 9,2% w stosunku do 7,0% obecnie.

W mijającym roku relatywnie słabe zachowanie WIG to obok spadku indeksów EM i lokalnych czynników ryzyka (polityczne, GetBack, fundusze) efekt rozczarowujących wyników spółek. W stosunku do prognoz ze stycznia br. jedynie 28 z 83 analizowanych przez nas spółek będzie miało lepsze/zgodne wyniki na poziomie EBITDA (26 spółek na poziomie wyniku netto). Sektorami, które najbardziej rozczarowały vs. oczekiwania są: chemia, budownictwo, sektor wydobywczy, spółki odzieżowe, a w dalszej kolejności przemysł oraz handel hurtowy/spożywczy. Słabe wyniki br. obniżyły również oczekiwania na 2019, stąd przy pozytywnym scenariuszu makro, łatwiej będzie o pozytywne zaskoczenia. Sektorami, które będą raportować największą (dwucyfrową) dynamikę wzrostu wyniku operacyjnego i zysku netto będą: energetyka, handel w tym odzież oraz chemia. Spodziewamy się nico ponad 10% wzrostu zysków w sektorze finansowym oraz TMT.

W 2019 będą miały miejsce dwa istotne wydarzenia. Pierwszym będą wybory - do Sejmu i Senatu (październik/listopad) oraz wybory do PE - co oznacza tradycyjnie burzliwą kampanię wyborczą, ale również obietnice wyborcze mogące pozytywnie wpływać na rynek. Drugi to start PPK, który w drugim półroczu zacznie realnie zasilać rynek akcji w nowy, lokalny kapitał. W połączeniu z lepszymi stopami zwrotu funduszy (pozytywny scenariusz dla akcji) powinno to przynajmniej wyhamować odpływy z TFI, odwracając bardzo negatywny bilans lokalnych przepływów kapitałowych na GPW (szacujemy, że w 2018 z krajowych funduszy odpłynęło netto blisko 10 mld PLN).

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: ACG, AGO, ALR, AMC, ASE, ATD, CCC, CDR, CIE, DNP, EAT, EBS, ENA, ENG, FMF, JMT, KER, KRU, LPP, OPL, PEO, PGE, PGN, PLY, POZ, TIM, TPE, VRG, WPL

Negatywne: APT, EGS, JSW, KTY, LTS, MON, PKN, TAR

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Alior Bank	kupuj ▶	92,50 PLN ▼
AmRest	kupuj ▲	46,00 PLN ▲
Apator	niedoważaj ▼	-
Asseco Poland	trzymaj ▼	49,60 PLN ▲
CCC	kupuj ▶	288,00 PLN ▲
Cognor	równoważ ▶	-
Comarch	akumuluj ▶	173,30 PLN ▼
Dino	akumuluj ▼	106,30 PLN ▲
Dom Dev.	kupuj ▶	84,10 PLN ▼
Ergis	niedoważaj ▼	-
Erste Bank	kupuj ▶	46,18 EUR ▲
Eurocash	trzymaj ▼	18,20 PLN ▼
Grupa Kęty	redukuje ▲	309,30 PLN ▶
Handlowy	akumuluj ▼	76,00 PLN ▼
Impexmetal	równoważ ▶	-
ING BSK	akumuluj ▼	199,63 PLN ▼
Jeronimo Martins	kupuj ▶	14,50 EUR ▼
JSW	redukuje ▲	59,14 PLN ▶
KGHM	trzymaj ▶	84,56 PLN ▼
Komercni Banka	akumuluj ▼	1000,00 CZK ▼
Kruk	kupuj ▶	292,77 PLN ▶
LPP	kupuj ▶	9300 PLN ▼
MOL	trzymaj ▼	3280,00 HUF ▶
Monnari	niedoważaj ▼	-
OTP Bank	akumuluj ▼	13046 HUF ▲
PBKM	akumuluj ▼	66,57 PLN ▲
Pekao	kupuj ▶	136,29 PLN ▼
PKO BP	akumuluj ▼	45,00 PLN ▼
PZU	akumuluj ▼	46,50 PLN ▼
Santander BPL	akumuluj ▼	400,00 PLN ▶
Skarbiec Holding	kupuj ▶	31,36 PLN ▲
Tarczyński	niedoważaj ▼	-
TIM	przeważaj ▲	-
Wirtualna Polska	kupuj ▲	61,50 PLN ▲
VRG	przeważaj ▶	-

Zawieszone rekomendacje

Archicom	Erbud	Polnord
BBi Development	Getin Noble Bank	Ronson
Budimex	Herkules	Torpol
Capital Park	i2 Development	Trakcja
Echo	JWC	Ulma
Elektrobudowa	LC Corp	Unibep
Elektrotim	Lokum Deweloper	Wasko
Elemental	PA Nova	ZUE

Rynek akcji

Kiedy wreszcie przyjdzie ta recesja?!

Zakładając, że recesja nie pojawi się w ciągu najbliższych 4 miesięcy można podsumować, że obecna faza ekspansji gospodarki amerykańskiej jest najdłuższym cyklem w powojennej historii. Naturalnie coraz bardziej podnosi to wśród inwestorów obawy o przyszłe spowolnienie i bessę na giełdach. Patrząc na rynek pracy, wskaźniki wyprzedzające czy poziom konsumpcji można uznać, że gospodarka jest w późnej fazie cyklu i jest „gotowa” na recesję. JP Morgan szacuje prawdopodobieństwo wystąpienia recesji w 2019 na 31%, a w roku 2020 na 68%.

Przy spojrzeniu na długość okresów ekspansji gospodarki warto zwrócić uwagę, że wraz z rozwojem technologii, zmieniającą się polityką monetarną i globalizacją cykle wzrostu są coraz dłuższe. W latach 1850-1929 okresy ekspansji nie przekraczały trzech lat (średnio ok. 2 lat) z wyjątkiem czasu Wojny Secesyjnej i I Wojny Światowej (blisko 4 lata). Średni okres ekspansji po II Wojnie Światowej to 4,9 roku, przy czym ostatnie cztery cykle (wraz z obecnym) trwały co najmniej 6 lat (średnia: 8,4 roku). Ostatnie, trzy relatywnie długie, fazy ekspansji (1982-1990, 1991-2001, 2001-2007) potrzebowały czynnika, który „uruchamiał” recesję (ta nie następowała tylko dlatego, że „już czas”). Była to zbyt restrykcyjna polityka FED (po traumie inflacyjnej lat 70/80), pęknięcie bańki internetowej czy załamanie na rynku nieruchomości. Obecnie żaden z tych czynników nie pretenduje do roli „zapalnika” (w dalszej części raportu). Z pewnością może nim jednak zostać eskalacja wojny handlowej, nagły wzrost inflacji, może nawet hard Brexit czy niekorzystny rozwój sytuacji związany z włoskim budżetem – jeżeli doprowadzi to do paniki na rynkach finansowych.

Wojna handlowa i jej wpływ na światową gospodarkę

Udział eksportu w amerykańskim PKB to ok. 8%. Największym rynkiem eksportowym dla USA są kraje NAFTA (34%) i UE (18%). Do Chin trafia około 8% eksportu, co oznacza, że pozostałe kraje stanowią 39% sprzedaży eksportowej. W przypadku Chin oczywiście uzależnienie od eksportu jest większe, bo stanowi on około 19% PKB. Na USA przypada około 18% eksportu, na UE 19%, a aż 48% na inne kraje azjatyckie.

Z tych statystyk można szacować, że wpływ nowych stawek celnych na całe gospodarki obu krajów nie jest aż tak wielki. Takie spojrzenie nie uwzględnia jednak całej zależności połączeń gospodarczych z innymi krajami. Udział eksportu w PKB niektórych rynków wschodzących przekracza 30%. Analitycy oceniają, że to właśnie rynki wschodzące będą najwięcej przegranych przez eskalację konfliktu. Już sama dyskusja wywołała obawy przedsiębiorców skutkujące spadkiem poziomu zamówień, a w efekcie obniżeniem poziomu wymiany handlowej. Wyraźnie widać to na przykładzie największych eksporterów w Europie, ale również danych dla całej światowej gospodarki (spadek wolumenu światowego handlu o ok. 8% od początku roku).

Porozumienie osiągnięte na szczycie G20, zakłada że w ciągu kolejnych 90 dni stawki podatków nie wzrosną. Dotyczy to również automatycznej podwyżki, w wyniku której od stycznia 2019 rosły stawki celne z 10% na 25% na chińskie produkty o wartości 200 mld USD. Porozumienie, nie rozwiązuje problemu wojny handlowej jednak po raz kolejny daje czas na wypracowanie konsensusu w kwestii nie tylko cel, ale przede wszystkim nielegalnego wykorzystywania przez Chiny zaawansowanych technologii. Z punktu widzenia rynków finansowych efekt szczytu G20, nawet jeśli tymczasowy, powinien oznaczać okres wzrostu cen ryzykownych aktywów – szczególnie z rynków EM.

W zależności od efektów negocjacji, które z pewnością nie będą łatwe, w lutym na rynki może powrócić większa zmienność. Osiągnięcie porozumienia (ustępstwo Chin), w połączeniu z obniżką podatków w Chinach byłoby silnym impulsem wzrostowym dla EM (powrót zamówień eksportowych, osłabienie USD). W negatywnym scenariuszu, Prezydent Trump „odmrozi” styczniową podwyżkę i może wprowadzić cła na chińskie produkty o wartości kolejnych 267 mld USD. To spotka się z adekwatną reakcją Chin. Najczarniejszym scenariuszem (i mało prawdopodobnym, bo godzącym również w same Chiny), jest użycie przez Pekin amerykańskich obligacji do destabilizacji rynków finansowych.

Argumenty przemawiające przeciw bessie na rynkach globalnych

55% kapitalizacji giełd akcji na świecie stanowi rynek amerykański. Ceny akcji w Europie mogą spadać, ale dopóki S&P500 nie wchodzi w trend spadkowy, w percepcji inwestorów na świecie trwa hossa – dająca nadzieję, że akcje w Europie też wzrosną. Naszym zdaniem, jeżeli nie dojdzie do eskalacji wojny handlowej (utrzymanie obecnego stanu) bardziej prawdopodobne jest, że w 2019 roku takie kraje jak Chiny czy Stefa Euro wyjdą z obecnego spowolnienia niż to, że USA wejdą w recesję. Poniżej przytaczamy kilka argumentów, które przekonują nas, że przy braku trudnoprognostycznych szoków, światowa hossa może trwać.

Wskaźniki wycen w USA na racjonalnych poziomach. P/E dla S&P500 za ostatnie 12M wynosi 18,3x, a prognozowane P/E na koniec 2019 to 15,0x. Dla Nasdaq100 są to odpowiednio: 21,9x i 16,9x. W szczycie hossy 2000 r., kiedy przyczyną recesji było pęknięcie bańki wycenowej na rynku akcji, P/E wynosiło 29,1x. W październiku 2007 roku P/E wynosiło 17,3x. Warto przy tym pamiętać, że obecnie zdecydowanie niższy poziom stóp procentowych jeszcze bardziej uwydatnia relatywną atrakcyjność rynku akcji.

Historyczne dane krzywej dochodowości w USA

wskazują, że przed nami recesja ale nie wcześniej niż za rok. W ostatnich 6 kontrakcjach gospodarczych, recesja następowała po około 13 miesiącach od odwrócenia krzywej dochodowości. Wg. szacunków analityków samo odwrócenie krzywej nastąpi w połowie przyszłego roku, co oznaczałoby, że jeżeli historia ma się powtórzyć, recesja nastąpi za około 20 miesięcy. Ponadto warto zwrócić uwagę, że recesja następowała, kiedy krzywa dochodowości ponownie zaczynała się wystramiać. Inna statystyka wskazuje, że S&P500 osiągał szczyt po średnio 11 miesiącach od wypłaszczenia krzywej i średnio 2 miesiące przed recesją (najwcześniej w 1980 roku – 8 miesięcy). Historycznie najszybciej S&P wchodził w bessę po 3 miesiącach od wypłaszczenia krzywej.

Liczba miesięcy od odwrócenia krzywej dochodowości w USA (10Y-2Y) do szczytu na S&P500 i początku recesji

Odwrócenie krzywej	Szczyt S&P500	Początek recesji
marzec '73	7	9
listopad '78	15	14
sierpień '80	3	11
grudzień '88	19	19
marzec '00	5	12
sierpień '06	14	16
Mediana	11	13

Źródło: Bloomberg

W dalszym ciągu luźna polityka monetarna FED

Realne stopy procentowe w USA nadal oscylują na poziomie 0%, co historycznie nie było czynnikiem chłodzącym gospodarkę, a raczej umożliwiającym jej ekspansję. Nawet zakładając wzrost stóp w ciągu najbliższych 12 miesięcy o kolejne 100 pb. (cztery podwyżki) – jak zapowiadał dotychczas FED – realne stopy pozostaną na relatywnie niskim poziomie.

Realne stopy procentowe a początek recesji



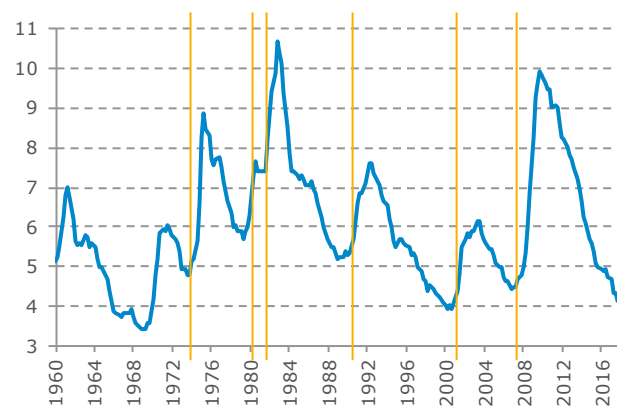
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zwracamy uwagę, że listopadowe wystąpienie Powella zaskoczyło inwestorów swoim gołym wydzwiękiem. Możemy z niego dowiedzieć się min., że FED ocenia obecny poziom stóp procentowych jako bliski neutralnemu (jeszcze kilka miesięcy temu wskazywano, że stopy są „long way from neutral”), możliwe są opóźnienia w zacieśnianiu polityki monetarnej oraz że FED nie widzi „zakłóceń” na rynkach finansowych.

Rynek pracy potwierdza wejście w bessę

Historycznie S&P500 wchodził w fazę spadkową, kiedy zaczynało rosnąć bezrobocie (co na razie nie ma miejsca). Można powiedzieć, że rynek pracy jest ostatnim wskaźnikiem potwierdzającym dłuższe i głębsze spowolnienie gospodarki. Dopóki rynek pracy nie wchodzi w spadkową fazę cyklu dopóty inwestorzy wierzą, że mają do czynienia z lokalnym spowolnieniem w trendzie wzrostowym.

Stopa bezrobocia a początek recesji



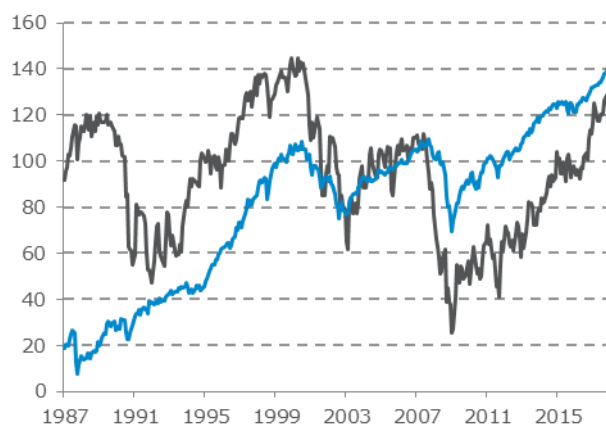
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Efekt bogactwa w USA nadal stymuluje popyt konsumpcyjny, jednak uwaga: duża wrażliwość na giełdę i nieruchomości

Amerykański konsument nadal ma się dobrze

Oprócz bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy wpływ na sentyment konsumentów i poziom konsumpcji w USA ma sytuacja na giełdzie i rynku nieruchomości. Rok 1987 i 2000 pokazał, że załamanie na giełdzie (bez powodów makro czy wyników spółek) może mieć kluczowe przełożenie na sytuację gospodarczą. Jak już wskazywaliśmy wycenowo rynek akcji nie wydaje się przewartościowany, jednak nieoczekiwane zdarzenia mogą wywołać na rynku panikę, a w efekcie przełożyć się na gospodarkę.

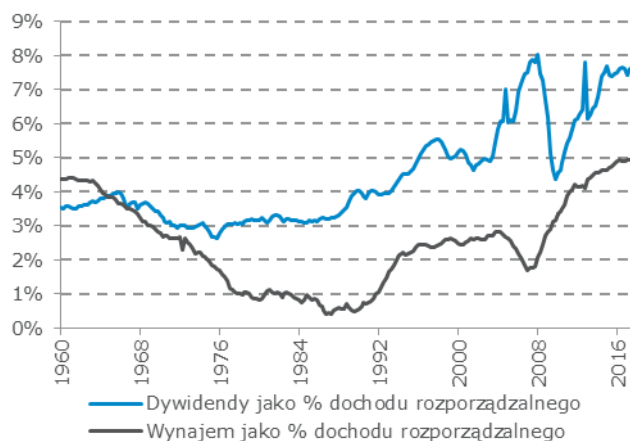
Nastroje konsumentów w USA (Conference Board) na tle S&P500



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Z danych *Bureau of Economic Analysis* wynika, że w 2018 7,4% dochodu rozporządzalnego Amerykanów pochodziła z dywidend. W latach 1960-2018 średnia dla tego wskaźnika wynosi 4,5%, przy czym ostatnich 15 lat istotnie zawyża średnią. Poniższy wykres prezentuje jak ta relacja prezentowała się historycznie. Dane nie pokazują jednak jak dochody te rozkładają się na poszczególne grupy społeczne, co przy rosnącej koncentracji bogactwa w wąskich rękach może zniekształcać obraz faktyczny i realny wpływ na konsumpcję.

Dywidendy i wynajem jako % dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych w USA

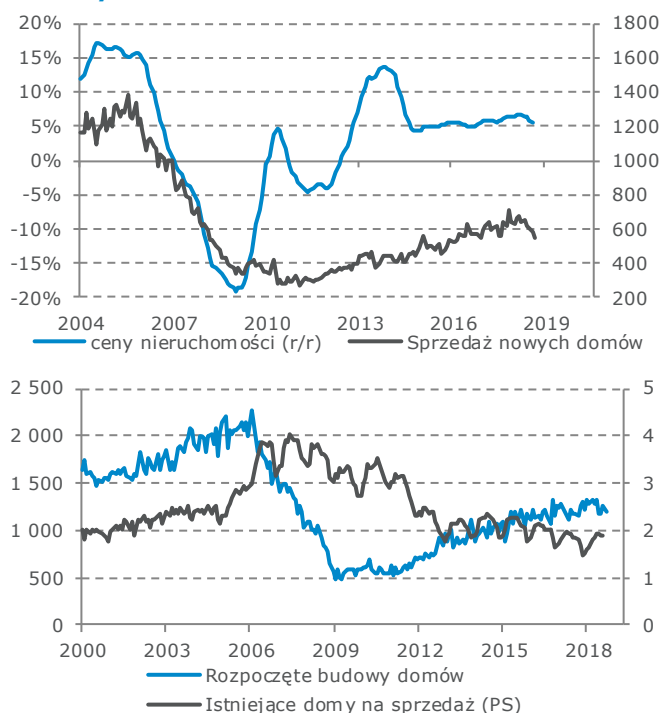


Źródło: Bureau of Economic Analysis

Rynek nieruchomości spowalnia, ale jest daleki od sytuacji w 2007 roku

Od 12 miesięcy rynek nieruchomości w USA wyhamowuje. Liczba sprzedanych nowych domów obniżyła się z 712 tys. do 553 tys., sprzedaż istniejących domów spadła z 5,8 mln do 5,2 mln. Inwestorzy obawiają się, że rosnące stopy procentowe zatrzymają dalszy wzrost rynku nieruchomości. Czy to powtórka 2007 roku? Na razie sytuacja wygląda na lokalne spowolnienie i istotnie różni się od okresu 2006/2007. Ceny nieruchomości rosną w stałym tempie ok. 5% rocznie od 2014 (w 2007 spadały, co jednak poprzedziło 4 lata wzrostów w tempie ponad 10% rocznie). Największa różnica dotyczy jednak podaży domów. W 2007 roku liczba domów na sprzedaż wzrosła do 4 mln – obecnie jest dwukrotnie niższa i wynosi 1,9 mln sztuk.

Dane z rynku nieruchomości w USA



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

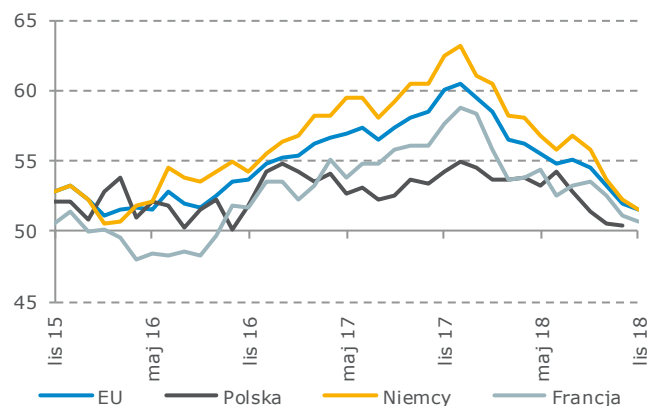
Ponadto zdecydowanie poprawiła się sytuacja majątkowa gospodarstw domowych, których zadłużenie w relacji do PKB obniżyło się z 98% w końcówce hossy nieruchomościowej do 74% obecnie.

ISM w USA spadnie czy PMI w Europie wrośnie?

W strategii na 2018 pokazywaliśmy wykres prezentujący długość cyklu w przemyśle na przykładzie ISM (poniżej), z którego wynika, że obecny cykl (okres kiedy indeks znajduje się powyżej 45 pkt) jest najdłuższy od co najmniej II Wojny Światowej. Statystycznie można oczekiwać, że gospodarka wejdzie co najmniej w okres lokalnego spowolnienia lub w negatywnym scenariuszu w recesję, co w obu przypadkach oznacza w najbliższych miesiącach spadek ISM. Wydaje się, że jeżeli spadek będzie przebiegał łagodnie, a FED w tym czasie dalej łagodził nastawienie, giełda w kolejnych miesiącach powinna zachowywać się „stabilnie”. Elementem mogącym mieć wpływ na ISM będzie rozstrzygnięcie losów fiskalnego pakietu stymulacyjnego.

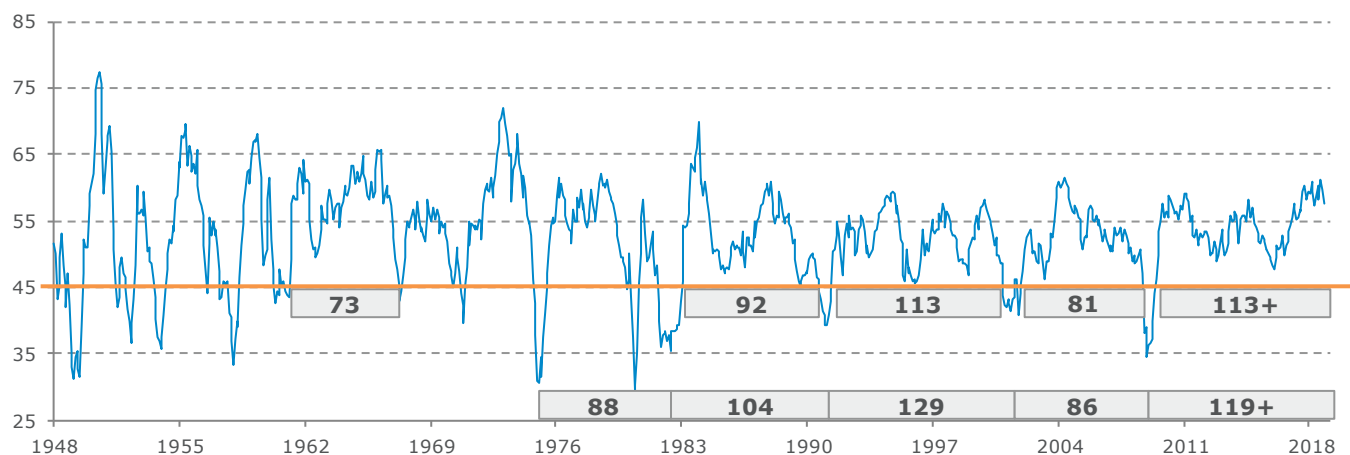
Obok obniżenia podatków i deregulacji sektora finansowego, jednym z głównych postulatów ekonomicznych Trumpa był program odbudowy infrastruktury (1 bln USD) – w świetle wojny handlowej nieco zapomniany przez rynki finansowe. Może to być istotny element w prognozowaniu przyszłego zachowania m.in. ISM. Tak jak w 2018 roku duży wpływ na wyniki spółek miała obniżka podatków, taka stymulacja fiskalna będzie kontrybuować do wzrostu PKB głównie w 2019 roku. Obecne wydatki na infrastrukturę w USA to 2,3% PKB z czego nowe inwestycje stanowią 0,9% PKB (najniższe od początku lat '60). Dla porównania w przypadku UE jest to 2,6% PKB, Japonii 4,7%, a Chin 8,5%. Utrata większości w Kongresie na rzecz Demokratów, którzy zgadzają się co do konieczności odbudowy infrastruktury, ale w dużo mniejszej skali (200 mld USD) i z innych źródeł finansowania, może ten element strategii Trumpa zablokować.

Wskaźniki PMI dla przemysłu w Europie



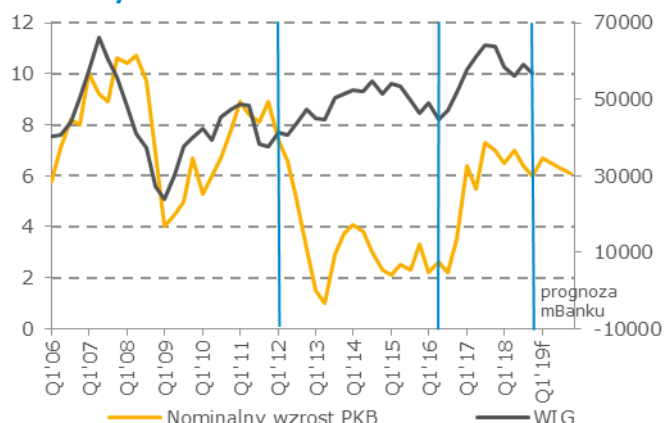
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

ISM Manufacturing (liczba miesięcy: indeks powyżej 45 pkt., między „dołkami” cyklu)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nominalny wzrost PKB a WIG



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Naszym zdaniem, pomijając inne czynniki, nominalny wzrost PKB na poziomie powyżej 6% jest wystarczający, żeby potwierdzić pozytywny wpływ makro na rynek akcji.

Dlaczego GPW tak słaba mimo wzrostu PKB?

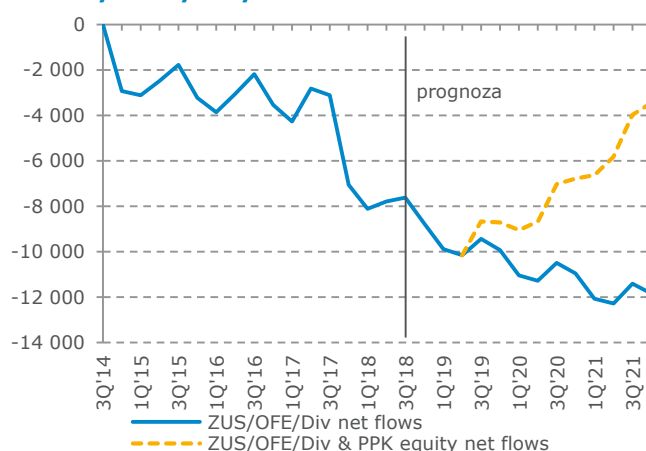
Wpływ otoczenia na sentyment inwestorów

Giełda i inwestorzy lubią spokój i przewidywalność, tymczasem od 2014 roku zarządzający funduszami dedykowanymi na EM i śledzący polski rynek dowiadują się m.in., że: i) oszczędności Polaków zgromadzone w prywatnych funduszach emerytalnych mogą być przeniesione do ZUS, ii) kolejny Rząd głosi hasła repolonizacji największych firm, iii) przeprowadza zmiany w prawie, które skutkują konfliktem z UE i otwierają procedurę ochrony praworządności, iv) ciągle pojawiają się informacje w istotny sposób wpływające na bieżące kursy akcji największych spółek po czym te są dementowane lub zastępowane inną koncepcją, v) największe IPO 2017 roku okazuje się wielkim oszustwem, vi) pojawiają się informacje o nieprawidłowościach w zarządzaniu aktywami przez niektóre TFI, co wywołuje reakcję KNF i prokuratury, vii) wreszcie szef KNF jest oskarżony o złożenie oferty korupcyjnej w efekcie czego ustępuje ze stanowiska. Wszystkie te negatywne elementy powodują, że mimo dobrej sytuacji gospodarczej, polski rynek akcji postrzegany jest przez inwestorów zagranicznych jako ryzykowny.

Co zmieni się w przyszłości? Wiele wskazuje, że przytoczone powyżej zdarzenia/sytuacje będą miały swoje kolejne odśłony w roku przyszłym. Pojawia się jednak co najmniej dwa nowe, istotne wydarzenia. Pierwszym będą wybory do Sejmu i Senatu oraz wybory do Parlamentu Europejskiego, Termin wyborów nie został jeszcze ogłoszony (zrobi to Prezydent najpóźniej do połowy sierpnia 2019). Może mieć ona dwa oblicza (niewykluczające się nawzajem), tj. typową „kietbasę wyborczą” w postaci kolejnych programów „500+” (również takie same deklaracje ze strony opozycji) oraz wzajemne wyciąganie „brudów”. W pierwszym przypadku, jeżeli będą to rozsądnie sprofilowane programy (biorąc pod uwagę dobry stan finansów państwa) ich wpływ na rynek może być pozytywny (podniesienie dynamiki wzrostu PKB). Nie bez znaczenia będą również wyniki sondażowe publikowane w trakcie kampanii, szczególnie jeśli do lokalnej polityki powróci Donald Tusk (jego obecna kadencja kończy się w listopadzie 2019). W takim scenariuszu zarysowuje się opcja win win – dodatkowa stymulacja gospodarki (nawet jeśli efekt jest krótkotrwały) kontra możliwa zmiana układu sił na bardziej preferowaną przez inwestorów giełdowych.

Drugim istotnym wydarzeniem jest start programu PPK (jego wpływ na rynek omówiliśmy w Przeglądzie miesięcznym z [września](#) (str. 3), poniższy wykres jest podsumowaniem naszych szacunków). Uruchomieniu tak ważnego programu powinna towarzyszyć akcja promowania przez Rząd polskiego rynku kapitałowego, co zapowiedział już Prezes PFR – Paweł Borys. Nie oczekujemy, że takie działanie, jako efekt uboczny, spowoduje przepływ oszczędności do TFI. W połączeniu z lepszymi stopami zwrotu funduszy (pozytywny scenariusz dla akcji) powinno to przynajmniej wyhamować odpływy i powoli zacząć odbudowywać zaufanie do rynku akcji (będzie to długi proces). Przy założeniu wyhamowania odpływów z TFI, środki inwestowane przez PPK istotnie zmieniają krajowy bilans przepływów na GPW (z negatywnego na neutralny a docelowo pozytywny).

Prognozowany wpływ PPK na przepływy w ramach funduszy emerytalnych

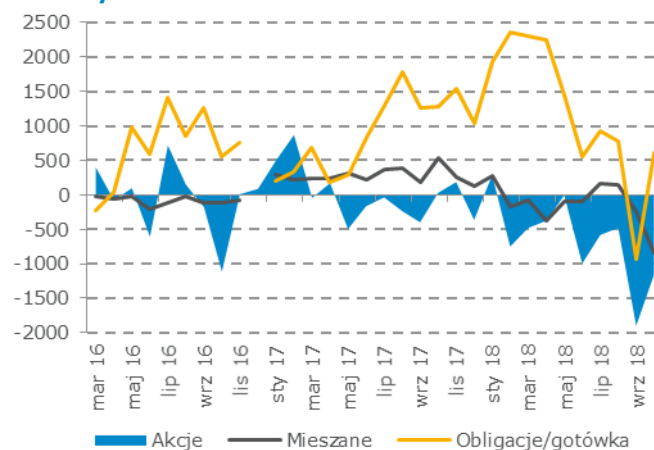


Źródło: Dom Maklerski mBanku

Odpływ kapitału z TFI

Niestabilne otoczenie giełdy, negatywne informacje płynące z samych TFI, rozczarowujące wyniki spółek, a w efekcie niskie stopy zwrotu spowodowały silny odpływ kapitału z funduszy, co przy niskiej płynności rynku jeszcze pogorszyło stopy zwrotu powodując „zapętlenie” procesu. Od stycznia do października br. przepływy netto z/do funduszy akcyjnych i absolute return wyniosły łącznie -6,4 mld PLN, a z/do funduszy mieszanych -1,3 mld PLN. Ostatnim rokiem, kiedy pierwsza z wymienionych grup funduszy pozyskiwała kapitał był 2015 (+5,4 mld PLN, 2016: -1,4 mld PLN, 2017: +0,1 mld PLN).

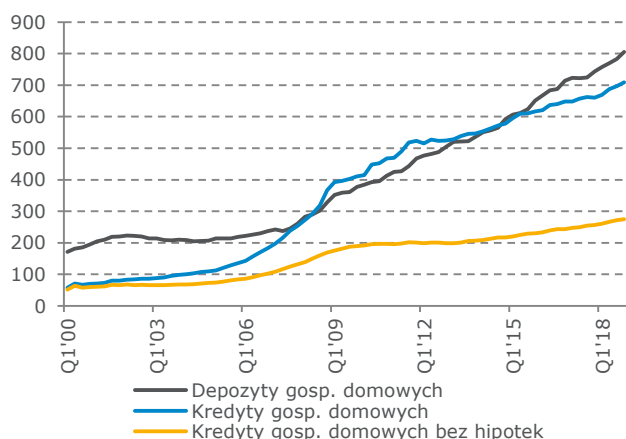
Przepływy netto kapitału do TFI w rozbiciu na typy funduszy



Źródło: IZFIA

Gdzie odpływają środki z funduszy? Przede wszystkim na depozyty bankowe oraz na rynek nieruchomości. W pierwszych miesiącach roku wycofane środki zasilały również fundusze pieniężne, jednak problemy GetBack znacząco zniechęciły inwestorów w drugiej połowie roku. O potencjale rozwoju TFI w kontekście rosnących oszczędności pisaliśmy wielokrotnie. Obecnie gospodarstwa domowe dysponują depozytami na poziomie ponad 800 mld PLN, przy zadłużeniu (głównie hipotecznym) w wysokości 700 mld PLN. Analogiczna różnica występowała w latach 2000-2006, przy czym po stronie aktywów pojawiły się nieruchomości. Niestety z wielu powodów ten potencjał nie jest wykorzystany (w 2018 doszły również nowe regulacje – MIFID2) i w najbliższym czasie zapewne nie będzie.

Depozyty i kredyty gospodarstw domowych



Źródło: NBP, Dom Maklerski mBanku

Zwracamy uwagę, że przy analizie wpływu PPK na rynek akcji operujemy kwotami: 1,5 mld PLN w 2019, 3,7 mld PLN w 2020 i ok. 5 mld PLN w 2021. Stanowią one odpowiednio, zaledwie od 0,2% do 0,6% obecnego poziomu depozytów inwestorów indywidualnych. Akcji w portfelach TFI w relacji do poziomu depozytów to obecnie ok. 4%, w 2004, tj. trzy lata przed szczytem hossy i apogeum wpłat do funduszy było to ok. 14%.

Strukturalny problem polskiego rynku akcyjnego, czyli bessa w trakcie światowej hossy

GPW rozwinęła się do skali największej giełdy w regionie dzięki silnemu komponentowi lokalnego kapitału, który umożliwił wejście na giełdę tak wielu spółek. Oczywiście największym składnikiem tego sukcesu był wpływ na rynek OFE (w 2010 r. ZUS przelał do funduszy 22 mld PLN z czego ok. 1/3 środków trafiła finalnie na rynek akcji). Kolejne „reformy” OFE i efekt „starzenia się” ubezpieczonych spowodowały, że obecnie transfery ZUS/OFE to -4 mld PLN netto. Nie należy przy tym zapominać o bezpośredniej aktywności inwestorów indywidualnych, którzy w istotny sposób podtrzymywali płynność na małych i średnich spółkach. U schyłku poprzedniej hossy (2006/2007) ich udział w obrotach giełdowych wynosił ok. 35%... obecnie spadł do 12%.

Powierzchniowa statystyka GPW nadal prezentuje się nieźle. 468 spółek notowanych na rynku podstawowym i równoległym o łącznej kapitalizacji 1,1 bln PLN. Znacznie gorzej wygląda jednak analiza płynności na podstawie łącznych obrotów. W okresie 9M'18 łączne obroty na GPW wyniosły 154 mld PLN, z czego obroty na WIG20 stanowiły 78,2%, WIG40 kolejne 15,6%, a WIG80 4,7%. Oznacza to, że pozostałe 321 spółki miały zaledwie obrót na poziomie 2,3 mld PLN, tj. 1,5% łącznych obrotów na rynku. Średnio

daje to 37,6 tys. PLN obrotu na spółkę na sesję. Taka skala obrotów nie pozwala funduszom zarządzać ryzykiem płynności. Z punktu widzenia nawet małego funduszu inwestycyjnego zamknięcie w rynku pozycji na małej spółce o wartości 1 mln PLN, przy założeniu 1/3 dziennego wolumenu oznaczałoby sprzedaż przez kolejnych 80 sesji giełdowych.

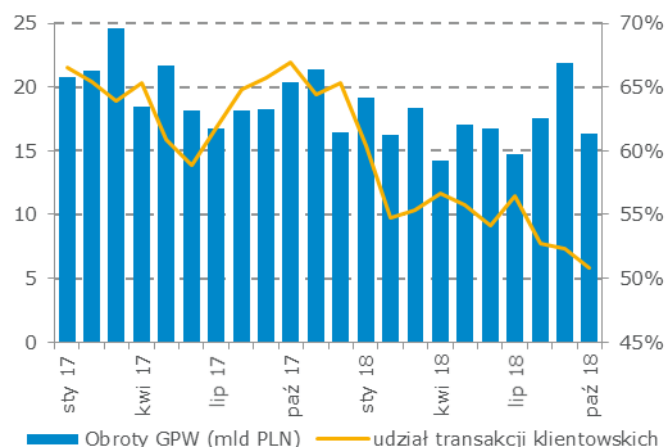
Rozkład obrotów (mln PLN) na GPW

	Obroty 9M'18	Udział w obrotach	Liczba spółek	Średni obrót sesyjny na spółkę
WIG20	121 130	78,2%	20	32 215
WIG40	24 214	15,6%	40	3 220
WIG80	7 268	4,7%	80	483
Pozostałe	2 271	1,5%	321	38

Źródło: GPW

Obliczenia dotyczące obrotów i płynności są o tyle zniekształcone, że nie uwzględniają struktury obrotu giełdowego w podziale na klientów i animację/książkę własną banków/brokerów. Wg. naszych szacunków na podstawie danych GPW udział obrotów klientów w łącznym obrocie zmniejszył się do ok. 50% z 64% jeszcze przed rokiem.

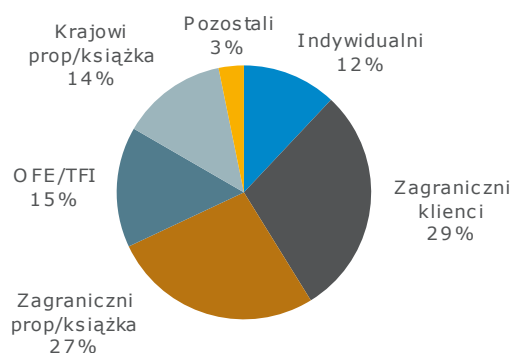
Udział obrotów klientów w łącznym obrocie na GPW



Źródło: GPW, Dom Maklerski mBanku

Tak skrajnie nieefektywny pod względem płynności rynek oznacza, że wycena fundamentalna opierająca się o prognozowane przepływy pieniężne ma niewielkie zastosowanie w krótkim okresie. Oznacza to również, że przy tak małej transakcyjności ceny rynkowe nie są cenami po jakich inwestor branżowy czy *private equity* może nabyć znaczący pakiet akcji. Wreszcie zmiana sentymentu oznacza szybki wzrost cen – również na bardzo małym obrocie.

Udział poszczególnych grup klientów w obrocie na GPW (1H'18)



Źródło: GPW, Dom Maklerski mBanku

Wyniki spółek w 2018 znacząco słabsze od oczekiwania z początku roku

Mimo, że tegoroczny wzrost PKB w Polsce jest wyższy niż na początku roku oczekiwali analitycy makroekonomiczni, wyniki spółek dla których przygotowujemy prognozy (83 podmioty) rozczarowują. Wnioski płynące z porównania naszych prognoz z początku br. i obecnie (szczegóły tabela poniżej) są następujące:

- Na bazie najnowszych prognoz w 2018 roku jedynie 28 na 83 spółki będzie miało lepsze/zgodne wyniki na poziomie EBITDA niż oczekiwaliśmy 11 miesięcy temu, na poziomie wyniku netto to 26 spółek.
- Wyższe PKB przełożyło się na wyższe niż oczekiwaliśmy przychody, ale tylko na 2019 rok. W przypadku 2018 dla wszystkich spółek są one wprawdzie wyższe o 1%, ale przede wszystkim dzięki sektorowi oil&gas i w mniejszym stopniu budownictwa, pozostałe sektory odnotowują niższe przychody od oczekiwanych.
- Szybko rosnące koszty - szczególnie pracy i materiałów - przyczyniły się do znacząco słabszego wyniku EBITDA i netto vs. oczekiwania z początku roku. Dla wszystkich spółek jest to -5% dla EBITDA2018 i -4% dla wyniku netto 2018. Po wyjęciu z agregatu Oil&Gas i relatywnie dobrego wyniku sektora finansowego, różnica wynosi odpowiednio -11% i -26%.
- Sektorami, które najbardziej rozczarowały vs. oczekiwania są: chemia, budownictwo, sektor wydobywczy, spółki

odzieżowe, a w dalszej kolejności przemysł oraz handel hurtowy/spożywczy.

- Dobry wynik Oil&Gas to, oprócz zaskakująco dobrego otoczenia makro dla sektora (marże na świecie), efekt przeszacowania zapasów (wpływ na zysk netto).
- Biorąc pod uwagę wszystkie czynniki analizy, za największe pozytywne zaskoczenie można uznać wynik 2018 sektora finansowego. Jest on o 3% niższy niż zakładał analityk, jednak trzeba wziąć pod uwagę brak zakładanych w modelach podwyżek stóp procentowych (sektor osiągnął lepsze wolumeny i zaraportował niższe rezerwy).
- Powyższe wnioski sprowadzają się do oceny oczekiwań z początku roku i ich realizacji, czego efektem było obniżanie konsensusu prognoz w trakcie roku i pogorszenie sentymentu inwestorów. Bardziej optymistycznie prezentuje się zestawienie realnej dynamiki (2018/2017) zysków, a nie realizacji oczekiwań (tabela poniżej, wnioski na podstawie prognoz z grudnia 2018). Tu zagregowany wynik spółek znacząco obniża sektor energetyczny, chemia, a w mniejszym stopniu wydobywcie. Silny spadek zysków r/r odnotowała branża budowlana - najbardziej dotknięta wzrostem kosztów pracy i materiałów. Pozostałe sektory zaraportowały jednak poprawę wyników r/r ze szczególnym uwzględnieniem handlu, TMT, deweloperów, przemysłu i sektora finansowego. W czterech pierwszych sektorach był to jednak wzrost istotnie mniejszy niż spodziewali się analitycy.

Różnica prognoz wyników spółek (grudzień 2018 vs. styczeń 2018)

	liczba spółek	Przychody		EBITDA		Zysk netto	
		2018	2019	2018	2019	2018	2019
Przemysł	15	-1%	-2%	-5%	-11%	-13%	-20%
Górnictwo i metale	2	-7%	+1%	-24%	-17%	-30%	-22%
TMT	14	-2%	-1%	-5%	-6%	-23%	-28%
Sektor finansowy	10	+0%	+0%	-4%	-3%	-3%	-6%
Chemia	2	-2%	+9%	-28%	-13%	-60%	-37%
Developeperzy	14	-7%		-22%		-22%	
Budownictwo	9	+4%		-39%		-56%	
Odzież	5	-4%	-2%	-13%	-7%	-31%	-15%
Handel hurtowy i spożywczy	3	-6%	-1%	-6%	-3%	-14%	-11%
Energetyka	4	+1%	+34%	-7%	+8%	-23%	+22%
Oil & Gas	3	+7%	+8%	+11%	+4%	+46%	+14%
Razem*		+1%	+7%	-5%	-2%	-4%	-4%
Razem ex Fin/Oil*		-3%	+9%	-11%	-4%	-26%	-10%
Razem ex Fin/Oil/Min*		-2%	+10%	-8%	-1%	-24%	-6%
Razem ex Fin/Oil/Min/Ene*		-3%	-1%	-8%	-7%	-26%	-23%

*Ze względu na brak aktualnych prognoz na 2019 z sumy wyłączamy budownictwo i deweloperów
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Zakładana dynamika zysków i marż dla poszczególnych sektorów

	Przychody	EBITDA	Zysk netto			Marża EBITDA		Marża netto		Udział sektora (2019)		
	2019	2019	2018	2019	19/17	2018	2019	2018	2019	Przych	EBITDA	Netto
Przemysł	+2%	-1%	+17%	+1%	+19%	10%	10%	4%	4%	5%	3%	3%
Górnictwo i metale	+7%	-7%	-3%	-16%	-19%	26%	23%	13%	11%	6%	7%	8%
TMT	+3%	+2%	+13%	+11%	+26%	25%	25%	5%	6%	8%	11%	6%
Sektor finansowy	+7%	+15%	+8%	+12%	+20%	44%	47%	22%	23%	14%	36%	41%
Chemia	+15%	+24%	-62%	+49%	-43%	11%	11%	2%	3%	3%	2%	1%
Developerzy			+17%									
Budownictwo			-57%									
Odzież	+23%	+30%	+8%	+57%	+69%	12%	13%	6%	8%	3%	2%	3%
Handel hurt i spożywczy	+13%	+16%	+42%	+22%	+73%	4%	4%	2%	2%	10%	2%	2%
Energetyka	+34%	+14%	-21%	+34%	+5%	22%	19%	7%	7%	17%	18%	15%
Oil&gas	+5%	-5%	+1%	-24%	-24%	10%	10%	6%	5%	35%	18%	21%
Razem*	+11%	+7%	+0%	+3%	+3%	19%	18%	8%	8%			
Razem ex Fin/Oil*	+16%	+7%	-8%	+14%	+6%	17%	16%	6%	6%	51%	45%	39%
Razem ex Fin/Oil/Min*	+17%	+10%	-9%	+26%	+15%	16%	15%	5%	5%	46%	38%	31%
Razem ex Fin/Oil/Min/Ene*	+9%	+7%	+4%	+20%	+25%	13%	13%	4%	4%	29%	20%	16%

*Ze względu na brak aktualnych prognoz na 2019 z sumy wyłączamy budownictwo i deweloperów
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Co przyniesie 2019 rok wg oczekiwań analityków?

Po mocno rozzaczarującym roku 2018, wg prognoz analityków 2019 powinien przynieść:

- Dalszy wzrost przychodów, szczególnie w obszarze szeroko rozumianego handlu (wynik m.in. zakładanego braku zaburzeń sprzedaży wynikających z niesprzyjającej pogody). Dynamiczny wzrost przychodów energetyki to oprócz wzrostu cen energii efekt czysto księgowy (kwestia wprowadzenia 100% obliża giełdowego dla wytwórców).
- Sektorami, które będą raportować największą dynamikę wyniku operacyjnego i zysku netto będą: energetyka, handel w tym odzież oraz chemia. Spodziewamy się nieco ponad 10% wzrostu zysków w sektorze finansowym oraz TMT.
- W dalszym ciągu szybko rosnące koszty pracy i teraz również energii będą hamowały wzrost spółek przemysłowych oraz wydobywczych. W przypadku branży Oil&Gas spodziewamy się niższych marż rafineryjnych.
- Po wyłączeniu z analizy dużych pod względem udziału w łącznym wyniku (29% zysku), ale obejmujących zaledwie 5 spółek sektorów: Oil&Gas oraz wydobywie, szeroki rynek powinien osiągnąć znacząco lepsze wyniki niż w roku 2018 (porównanie dynamiki 2018 i 2019 w tabeli powyżej).

Michał Marczał

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- **Zalecamy przeważenie sektora finansowego w 2019 roku.** Nasze obecne wyceny wskazują na 17% potencjał wzrostu dla całego sektora, 21% dla banków regionalnych i czeskich, 15% potencjał dla polskich banków oraz 14% dla polskich spółek finansowych. Rozpoczynamy 2019 rok z pozytywnym otoczeniem makroekonomicznym, które wspierać będzie zyskowność sektora (zagregowany zysk netto +7%) oraz bardzo atrakcyjnymi wycenami (18% dyskonto 12M forward P/E do 5 letniej średniej indeksu MSCI EME Financials i 13% dyskonto indeksu WIG Banki). Jednocześnie uważamy, że rynek zachodnioeuropejski powinien na początku roku uporać się z powyborczymi obietnicami Włoch czy z Brexitem co poprawi sentyment również w naszej części Europy.
- **Wyniki sektora bankowego mają nadal potencjał do poprawy.** Prognozujemy wzrost zysku netto na poziomie +7% w regionie CEE z czego +15% w Polsce. Uważamy, że sektor będzie nadal beneficjentem sprzyjającego otoczenia makroekonomicznego. Jednocześnie zgadzamy się z opinią, że szczyt cyklu gospodarczego jest już za nami, ale wzrost PKB w 2019 roku będzie nadal na dość satysfakcjonującym poziomie co pozwoli utrzymać wysoką jakość kredytów. Najwyższy realny wzrost realnego PKB oczekujemy w Polsce (+3,9%) a następnie w Rumunii (+3,5%), na Węgrzech (+3,3%), Czechach (+3,0%), Austrii (+2,0%) i w Rosji (1,5%). W strukturze wyników banków z jednej strony oczekujemy stopniowej normalizacji kosztu ryzyka (szczególnie w bankach CEE), który był rekordowo niski w 2018 roku, ale z drugiej spadającej dynamiki kosztów operacyjnych (głównie płac w 2H'19), dynamicznie rosnących wolumenów kredytowych (głównie detalicznych) a także stabilizacji lub nawet lekko rosnącej marży odsetkowej po latach jej spadków.
- **Widzimy coraz większą korelację z rynkami rozwiniętymi.** Po częściowym włączeniu Polski do rynków rozwiniętych zanotować można rosnącą korelację polskiego indeksu bankowego z takimi indeksami jak STOXX Europe Banks. Dlatego uważamy, że poprawa sentymentu w UE może mieć także wymierny wpływ na notowania lokalnych banków w Polsce oraz w regionie. Niepewność związana z Brexit czy wyborami parlamentarnymi we Włoszech dobrze jest zobrazowana w wycenie europejskiego sektora, który notowany jest obecnie z dyskontem do swojej długoterminowej średniej. Na tle obaw o Brexit wskaźnik 12M forward P/E dla indeksu FTSE Banks (10 banków brytyjskich) spadł z poziomu 13,1x w styczniu 2018 do 9,4x, co implikuje pewne dyskonto wobec pięcioletniej średniej na poziomie 10,8x. W przypadku europejskich banków, które oprócz Brexitu narażone są na kryzys tureckiej liry oraz zawirowania związane z włoskim budżetem przecena była większa, a 12M forward P/E dla indeksu STOXX Europe 600 Banks spadł z 11,7x w styczniu 2018 do 8,2x obecnie, czyli prawie dwa odchylenia standardowe poniżej długoterminowej średniej na poziomie 10,7x. Uważamy, że jeżeli ryzyka związane z twardym Brexitem oraz włoskim budżetem się nie zmateriaлизują to istnieje przestrzeń do znaczącej poprawy notowań europejskich banków, zwłaszcza w obliczu spodziewanej pod koniec roku podwyżki stóp procentowych przez EBC (konsensus wskazuje na 51% szans na pierwszą podwyżkę w październiku). Najbliższymi potencjalnymi katalizatorami ryzyka dla europejskiego sektora będą niewątpliwie głosowanie brytyjskiego parlamentu na temat umowy Brexitowej (11 grudnia) oraz wszczęcie procedury nadmiernego deficytu wobec Włoch (najwcześniej 19 grudnia).

- **Ryzyka w 2019 roku głównie związane z polityką.** Uważamy, że największe ryzyko związane z 2019 rokiem znajduje się nadal po stronie politycznej i regulacyjnej. W Polsce w 2019 roku odbędą się wybory do Parlamentu oraz do Parlamentu co sprzyjać może pro-socjalnym obietnicom, które z kolei mogą być w części finansowane przez sektor bankowy (np. po wyborach w 2015 roku został wprowadzony podatek bankowy). Niepokojem napawa też zapowiedź prac nad ustawą o wsparciu kredytobiorców hipotecznych, której wpływ na sektor opisujemy szczegółowo w raporcie z 4 października 2018 roku. Za zagrożenie można również uznać przejęcie kontroli nad spółkami skarbu Państwa przez Premiera co jednak w rękach kompetentnego zarządcy nie powinno być problemem. Rosnące ceny energii i płac nie powinny przełożyć się na niewypłacalność spółek przemysłowych chociaż wśród zagrożonych segmentów identyfikujemy przemysł drzewny, transportowy, handlu hurtowego oraz budownictwo. W Europie to, co jest największą szansą dla poprawy sentymentu do sektora, pozostaje również jej największym zagrożeniem. Brak kompromisu w sprawie budżetu włoskiego czy Brexitu może pogрузić sentyment do sektora bankowego na dłużej. Niemniej jednak obecnie uważamy, że taki scenariusz jest mało prawdopodobny.
- **W Polsce kupuj Pekao a w CEE Erste.** Jesteśmy optymistyczni odnośnie perspektyw jak i wyceny całego sektora finansowego, co zobrazowane jest brakiem negatywnych rekomendacji dla sektora. Niemniej jednak z dużych spółek preferujemy Pekao wobec PZU, a z mniejszych Alior Bank wobec Banku Handlowego. Za granicą preferujemy Erste Bank wobec Komercyjnego Banku i OTP. Zarówno Pekao jak i Alior wyróżniają obecnie na giełdzie atrakcyjne perspektywy wyników, niska wycena ze znaczącym dyskontem do spółek porównywalnych oraz wysoka płynność akcji. Z drugiej strony uważamy, że zmiana polityki dywidendowej w Pekao może przyspieszyć podaż akcji przez PFR, co z kolei może zmusić PZU do wydatku rzędu 4 mld PLN w 2019 roku, a co za tym idzie ograniczeniem dywidendy. Za granicą widzimy duży potencjał wzrostu wyceny dla Erste Banku, mocno skorelowanego z indeksami zachodnio-europejskimi, który notuje ustawiczną poprawę wyników. Na wskaźniku 2019 P/BV Erste Bank jest notowany z 29% dyskontem do OTP chociaż przyznajemy, że część dyskonta jest uzasadniona przez znacznie wyższą rentowność węgierskiego banku.
- **Zawieszamy rekomendację na Getin Noble Bank.** Uważamy, że wyniki za 3Q'18 były solidne i zwiastowałyby trwały powrót do rentowności gdyby nie zamieszanie wywołane przez aferę korupcyjną KNF. Getin Noble Bank przyznał, że w wyniku szumu medialnego doświadczył ponadnormatywnych odpływów depozytów. Uważamy, że w obecnej sytuacji prognoza wyników jest bardzo utrudniona ze względu na niemożliwość oszacowania odpływu depozytów oraz ich wpływu na wyniki banku (na wynik odsetkowy, handlowy, kapitały). Z tego powodu zawieszamy naszą rekomendację na GNB do momentu kiedy uzyskamy większą przejrzystość odnośnie bieżącej struktury bilansu.
- **Kluczowe rekomendacje:** Bank Pekao (kupuj), Alior Bank (kupuj), Erste Bank (kupuj), Kruk (kupuj)

Chemia

- Rosnące ceny surowców energetycznych (gaz, węgiel, certyfikaty CO₂, energia), obawy o perspektywy wzrostu w Azji po nałożeniu taryf na Chiny przez USA, słabsze momentum w Motoryzacji w Europie i Chinach oraz niskie stany rzek w Niemczech negatywnie przekładały się na wycenę spółek chemicznych w Europie w 2H'18. Obecnie indeksy MSCI Chemicals dla Europy i dla Świata są notowane lekko poniżej swoich trzyletnich średnich (na wskaźnikach P/E'18 odpowiednio 15,1x oraz 14,6x; EV/EBITDA'17 9,8x oraz 8,8x).
- Naszym zdaniem ceny surowców energetycznych w 2019 roku nie powinny już mieć tak istotnie negatywnego wpływu na wyniki spółek chemicznych (efekt wysokiej bazy 2018 roku). Wyższe będą z pewnością koszty certyfikatów CO₂, węgla energetycznego i energii elektrycznej. Z drugiej strony niższe mogą być ceny gazu ziemnego.
- Ograniczenie szkodliwej dla środowiska produkcji w Chinach zmniejsza konkurencję tanich wyrobów z Azji. Naszym zdaniem w 2019 roku eksport kluczowych produktów chemicznych z Chin nadal będzie spadał. Polityka środowiskowa w Chinach ułatwia rozładowanie nawisu podaży w nawozach oraz istotnie zmniejsza potencjał eksportowy Chin w zakresie sody.
- W zakresie nawozów warto zwrócić uwagę, że w 2019 i 2020 roku globalnie poza Chinami zostaną otwarte nowe fabryki o mocach 2,2 mln ton rocznie vs. 6,7 mln ton w 2017 roku i 4,1 mln ton w 2018 roku. Dodatkowo w trzech kolejnych latach wzrost mocy produkcyjnych będzie na niższym poziomie niż rośnie popyt, co pomoże w odbudowie marży branży nawozowej.
- W sodzie obecnie na świecie na horyzoncie nie ma żadnych istotnych (powyżej 1 mln ton) projektów inwestycyjnych. Obecnie zdaniem uczestników rynku nie ma żadnych wolnych nowych złóż, które mogłyby zostać zagospodarowane w produkcję Sody. Z drugiej strony Chiny ograniczają produkcję małych fabryk sody, których emisje uderzają w środowisko.
- Naszym zdaniem w polskim sektorze chemicznym najbardziej atrakcyjny pod względem wyceny jest Ciech (spółka obecnie notowana z 25-45% dyskontem na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA na lata 2018-2020). Spółka w 2019 roku powinna korzystać z oczekiwanych podwyżek cen sody na rynku europejskim, nowych uruchamianych inwestycji (sól oczyszczona w Niemczech) oraz konsolidacji przejętych podmiotów (Proplan).
- Końcówka roku, to naszym zdaniem dobry moment na doważenie akcji Grupy Azoty. Szczególnie zważając na odbudowę marży na rynku nawozowym oraz oczekiwaną konsolidację wyników Compo Expert w 2019 roku.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj)

Paliwa

- Po wyznaczeniu nowych średnioterminowych maksimów powyżej 80 USD/Bbl, ceny ropy w ostatnich tygodniach praktycznie skapitulowały tracąc ponad 20 USD/bbl. Słaby sentyment odzwierciedlają najniższe od 3 lat pozycje spekulacyjne netto, zarówno na Brent jak i WTI.
- Powodem tek znacznego pogorszenia nastrojów jest wolniejsze wdrażanie sankcji na Iran i klincz w stosunkach dyplomatycznych Arabia Saudyjska USA. Rynek nie wierzy, że OPEC będzie w stanie odpowiedzieć na obecny przyrost globalnych zapasów cieciami produkcji. Pierwszym testem będzie grudniowe posiedzenie kartelu. Naszym zdaniem w średnim terminie fundamenty rynku ropy pozostają jednak sprzyjające, gdyż w perspektywie kolejnych miesięcy eksport ropy irańskiej będzie spadał, a rekordowo niski poziom „spare capacity” powinien zwiększać premię za ryzyko w cenach

surowca. Odbiciu cen powinny też sprzyjać nadal niskie poziomy nakładów na nowe projekty oraz kurs EUR/USD.

- Nadal optymistycznie podchodzimy do cen gazu, który jest napędzany wzrostem CO₂ i globalnym trendem zwiększania udziału nisko emisyjnych źródeł energii. Będzie to stanowić wsparcie dla notowań PGNiG, które dodatkowo powinno zaraportować poprawę w segmencie obrotu (w 2018 roku efekt liberalizacji „skonsumowany” przez zjawisko hedgingu naturalnego).
- Utrzymujemy negatywny scenariusz dla rentowności w petrochemii i rafinerii (główne argumenty to fala uruchomień nowych mocy, osłabienie dynamik konsumpcji, presja podaży z USA zarówno na paliwach jak i polietylenie, spread Brent WTI, zawężenie przewagi nafta-etan, wysokie ceny gazu). Lokalnie dodatkowym obciążeniem może być wprowadzany od stycznia podatek środowiskowy, który Orlen i Lotos zobowiązały się wziąć „na siebie” (całkowity koszt to 2 mld PLN, a udział w detalu wynosi odpowiednio 34% i 11%, podczas gdy w hurcie 55% i 32%).
- Przyszły rok powinien też przynieść finalizację fuzji Orlenu i Lotosu, oczywiście pod warunkiem, że spotka się to z aprobatą KE, co wcale nie jest takie pewne. Naszym zdaniem aktualne notowania spółek, szczególnie Lotosu, całkowicie ignorują ryzyko komplikacji na poziomie zgód antymonopolowych. Dodatkowo z punktu widzenia akcjonariuszy Orlenu praktycznie całość potencjalnych synergii skonsumowała już wycena gdańskiego koncernu, co wynika z konstrukcji transakcji (nadal brak oficjalnego wezwania PKN).
- W naszej opinii rynek przecenia obecnie wpływ krótkoterminowych efektów na wycenę spółek z sektora, w szczególności skokowego wzrostu marż na dieslu (problemy z logistyką na Renie - wzrost stawek przewozowych 7-10x YTD do nawet 200 EUR/t) czy efektu IMO (kalkulacje obciążone dużym błędem i robione ceteris paribus).
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (sprzedaj), PGNiG (kupuj), PKN Orlen (sprzedaj)

Energetyka

- Ceny energii na rynku niemieckim na fali dynamicznych wzrostów CO₂ (obecnie ~20 EUR/t) i drogiego węgla wspięły się w tym roku na wieloletnie maksima i obecnie po korekcie oscylują wokół 50 EUR/MWh. Znacząco poprawiły się marże elektrowni węglowych, co jest zasługą drogiego gazu, który pozwala na przenoszenie 1:1 kosztów uprawnień i paliwa w cenie energii.
- Podobne tendencje obserwujemy w Polsce, aczkolwiek na lokalnym rynku pojawił się jeszcze jeden czynnik a mianowicie deficyt węgla na lokalnym rynku, który przesunął merit order w stronę elektrowni zasilanej drogim węglem importowanym. W efekcie ceny wzrosły bardziej i rozszerzeniu uległ spread transgraniczny na kontrakcie rocznym PL/DE (38 PLN/MWh YTS vs średnia 2017 na poziomie 26 PLN/MWh). Znacząco poprawiły się również modelowe marże dla elektrowni węglowych, szczególnie tych nowych wysokosprawnych i zintegrowanych pionowo. Znajdzie to odzwierciedlenie w poprawie wyników segmentu wytwarzania w latach 2019-20 (rozłożenie w czasie z uwagi na specyfikę kontraktacji), podobnie jak skokowy wzrost zielonych certyfikatów.
- Dodatkową pozytywną informacją dla elektrowni polskich jest rozstrzygnięcie pierwszej aukcji mocowej z ceną znacznie powyżej oczekiwań rynkowych, która gwarantuje wysokie przychody dla sektora w perspektywie 5-10 lat (5,4 mld PLN zabezpieczone w długoterminowych umowach). Grudniowe aukcje powinny tylko potwierdzić tę korzystną perspektywę.

- Rząd przedstawił projekt polityki energetycznej do roku 2040, który zakłada mocny „skręt” w stronę OZE (60% całkowitego capex). Gorszą informacją jest utrzymanie pomysłu budowy elektrowni atomowej, ale w naszej opinii nadal ten projekt pozostaje niepewny, gdyż jest słabo uzasadniony w bilansie systemu, zarówno od strony kosztowej jak i popytowo-podażowej (agresywne założenia wzrostu popytu i sztuczne wypchnięcie 7 GW z wiatru na lądzie).
- Ostatnie deklaracje Ministerstwa Energii o rządowych rekompensatach dla gospodarstw domowych ostatecznie wyeliminowały ryzyko dużych strat na obrocie w roku 2019, co jeszcze niedawno było dyskutowane na kursach spółek, szczególnie w przypadku ENG i TPE.
- W naszej opinii ostatnie odbicie WIG Energia to nie tylko korekta po mocnych spadkach, ale zmiana trendu, którą obok wspomnianych czynników makro i regulacji powinny napędzać korzystne tendencje na poziomie FCF (capex 2019-22 niższy o 16% vs. 2015-18, a EBITDA wyższa o 20%) i bilansu (DN/EBITDA spada do 1,5x w 2020). Liczymy na powrót dyskusji na temat dywidend w przyszłym roku.
- **Kluczowe rekomendacje:** ENA (kupuj), ENG (kupuj), PGE (kupuj), TPE (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- W ciągu ostatniego roku europejski sektor telekomunikacyjny zachowywał się gorzej od szerokiego rynku: w ciągu 12 miesięcy indeks MSCI Europe Telco spadł o 11,0% vs. -7,8% MSCI Europe (dopiero w ostatnich tygodniach widoczna jest lepszy performance). Powodem spadków jest presja cenowa wywołana intensywniejszą konkurencją oraz obniżaniem cen usług przez operatorów tylko mobilnych, tak by zachować konkurencyjność względem telekomów zintegrowanych. Dodatkowo na wyceny telekomów wpłynęła trwająca niepewność regulacyjna oraz niewielkie możliwości do ograniczania wydatków inwestycyjnych. Obecnie telekom europejskie są handlowane na wskaźniku EV/EBITDA Blended Forward = 5,9x vs. wskaźnik 8,6 dla szerokiego rynku.
- Po podpisaniu przez T-Mobile umowy w sprawie hurtowego dostępu do sieci FTTH Orange Polska w zakresie transmisji danych oraz przejściu kontroli nad Netią przez Cyfrowy Polsat, Play pozostaje jedynym niekonwergentnym operatorem na polskim rynku. Nowy prezes Zarządu uzasadnił strategię tylko mobilnego telekomu w Polsce, jednak nie przekreślił jednoznacznie wejście w segment stacjonarny.
- Zmiana strategii Cyfrowego Polsatu i T-Mobile wpisuje się w trendy na rynku telekomunikacyjnym w całej Europie. 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 telekom konwergentny fixed + mobile bazując na posiadanych już aktywach.
- Trwa konsolidacja polskiego rynku kablówek. Po ogłoszeniu planów przejścia Multimediiów Polska przez Vectrę, trwa badanie UOKiK w tej sprawie.
- W sektorze telekomunikacyjnym nowe obawy budzi tocząca się aukcja częstotliwości 3,7 GHz i 700 MHz. Wyliczone przez operatorów kwoty przekroczyły poziom 5 mld EUR. Łączna cena 200 MHz oferowanego pasma z zakresu 3,7 GHz zbliża się do 3 mld EUR.
- Oczekiwana przez ostatnie miesiące strategia Play została ogłoszona w poł. listopada'18. Wcześniejsze pogłoski o wejściu Play na rynek stacjonarny lub podjęcie

agresywnej walki o odzyskanie prymu w pozyskaniach nowych klientów netto okazały się nieprawdziwe. Jednak Spółka nie zaskoczyła nas nowymi kierunkami rozwoju, strategia jest dość zachowawcza i jej wpływ na obecny kształt rynku telekomunikacyjnego oceniamy jako neutralny.

- Niedawna ultradroga aukcja częstotliwości 5G we Włoszech (4,3 mld EUR za spektrum 3,6-3,8 GHz) wzbudziła ryzyka dot. poziomu CAPEXu na pasma 5G. Nie spodziewamy się szybkiej organizacji aukcji 5G w Polsce. Pasma są obecnie rozdrobione i użytkowane do 2025 r. W przypadku pasma 700 MHz przy zmianie jego dotychczasowego przeznaczenia wymagana jest koordynacja międzynarodowa. Wskazujemy te na kondycję polskiego sektora (brak wzrostu przychodów, istotne zadłużenie) oraz niedawną aukcję 800 MHz. Sądzymy, że rozdysponowanie pasma w najbliższym czasie jest nieopłacalne z punktu widzenia Skarbu Państwa. Dodatkowym problemem są dość restrykcyjne normy promieniowania radiowego w Polsce.
- Agencja mediowej Zenith we wrześniu'18 podwyższyła (kolejny raz w tym roku) prognozy dla polskiego rynku reklamy. Dynamika wzrostu polskiej reklamy sięgnie w 6,6% R/R. Łączna wartość wydatków wyniesie 7,53 mld PLN. Globalny rynek reklamowy wzrośnie w tym roku o 4,5%, osiągając wartość 581 mld USD. Wobec rosnącego zainteresowania reklamodawców obecnością w telewizji i idącym z nim wyraźnym wzrostem budżetów Zenith podniósł prognozę wzrostu wydatków na reklamę telewizyjną do 6,9%. Niezmiennie z najwyższą dynamiką rosną wydatki na reklamę w Internecie. Według aktualnej prognozy segment reklamy internetowej urośnie w tym roku o 10%, głównie za sprawą zwiększanych wydatków na reklamę wideo online. Wraz ze wzrostem korzystania z treści na urządzeniach mobilnych rosną budżety na reklamę w tym kanale, zwłaszcza w mediach społecznościowych. Reklamodawcy coraz większą wagę przywiązują do planowania i realizacji kampanii.
- Od początku 2018 r. WIG Info wzrósł o 1,9% i był >10,0 p.p. lepszy od rynku i 4,4, p.p. lepszy od MSCI IT EU. Ze względu na wzrosty wyników spółek IT, mediana P/E 12M fwd dla przedstawicieli sektora wynosi obecnie 13,6x i jest 10% poniżej historycznej średniej z 3 lat.
- Sezon wyników za 3Q'18 uwiarygodnił dobrą kondycję sektora. Spośród sześciu spółek, które zaraportowały wyniki wszystkie oprócz ALL zanotowały wzrost zysków R/R. Poprawa wyników spółek IT powinna wspierać sentyment do sektora, stąd liczymy na wzrost indeksu WIG Info w średnim terminie, jednak ze względu na dobre zachowanie się indeksu WIG Info na tle szerokiego rynku zalecamy selektywne podejście do spółek IT. Naszymi faworytami wśród spółek o mniejsze kapitalizacji są Atende i Asseco SE.
- Przy okazji strategii rezygnujemy z wydawania zalecenia inwestycyjnego oraz prognoz dla Wasko.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Agora (kupuj), Asseco SEE (przeważaj), Atende (przeważaj), Orange Polska (kupuj), Play (kupuj)

Przemysł

- Kilkumiesięczny spadek wskaźników wyprzedzających dla przemysłu w Europie (PMI) oraz słabsze momentum w sektorze motoryzacyjnym w Europie i Chinach powodują niepewność odnośnie przyszłorocznej koniunktury na sprzedawane wyroby. Polskie spółki przemysłowe mają za sobą bardzo udany 2018 rok pod względem wolumenów sprzedaży, które jednocześnie były bardzo bliskie poziomowi dostępnych mocy produkcyjnych.
- Problemem w 2019 roku dla polskiego przemysłu może być Brexit. Wielka Brytania, to obecnie trzeci największy

rynek eksportowy Polski. Dodatkowo dla rynku Automotive kraj ten jest drugim największym rynkiem sprzedażowym w Europie. Znaczące osłabienie koniunktury w Wielkiej Brytanii może przełożyć się na zmniejszenie zapotrzebowania na polskie wyroby. Największą ekspozycję na ten kraj z polskich producentów mają Stelmet (około 30%), Amica (do 10%), Ergis (4%), Grupa Kęty (4%), Impexmetal (2%).

- Największym wyzwaniem dla spółek przemysłowych w 2019 roku są naszym zdaniem rosnące ceny energii elektrycznej oraz kolejny rok oczekiwanej inflacji płac.
- Według naszego scenariusza bazowego ceny energii elektrycznej wzrosną w taryfie B o 32% r/r, a większość z podmiotów będzie musiała zakupywać energię po wysokich cenach z 2H'19 (wyjątkiem Alumetal, który kupił energię w 1H'18 oraz Pfleiderer, który co kwartał kupuje energię na 12 miesięcy do przodu). Wyższe ceny energii są dużym zaskoczeniem dla spółek, gdyż w ostatnich kilku latach ceny w taryfie B były stabilne. Wzrosty energii w 2019 roku naszym zdaniem w wynikach najbardziej odczują Cognor (wpływ na EBITDA'18 -20,6%), PKP Cargo (wpływ na EBITDA'18 -13,4%), Ergis (wpływ na EBITDA'18 -12,8%), Pfleiderer (wpływ na EBITDA'18 -10,6%), Mangata (wpływ na EBITDA'18 -8,6%), Forte (wpływ na EBITDA'18 -7,7%), Impexmetal (wpływ na EBITDA'18 -6,9%), Tarczyński (wpływ na EBITDA'18 -5,8%) oraz Stelmet (wpływ na EBITDA'18 -5,3%).
- W przypadku kosztów pracy oczekujemy średnio 5% podwyżki płac w sektorze przedsiębiorstw. Sytuację na rynku pracy w 2019 roku może pogorszyć otwarcie możliwości zatrudnienia dla obywateli Ukrainy w Niemczech, którzy dostali taką możliwość w końcu 2018 roku. Wyjazd Ukraińców do Europy Zachodniej będzie naszym zdaniem pogłębiał deficyt pracowników na rynku i w negatywnym scenariuszu może się przekładać na zwiększenie dynamiki wzrostu płac. W scenariuszu 5% wzrostu kosztów pracy w 2019 roku najbardziej odczują Stelmet (wpływ na EBITDA'18 -8,6%), PKP Cargo (-8,6%), TIM (wpływ na EBITDA'18 -8,3%), Apator (wpływ na EBITDA'18 -8,3%), Ergis (wpływ na EBITDA'18 -8,0%), Amica (wpływ na EBITDA'18 -7,9%), Mangata (wpływ na EBITDA'18 -7,0%), Forte (wpływ na EBITDA'18 -6,9%) i Tarczyński (wpływ na EBITDA'18 -5,3%).
- Negatywnym czynnikiem obserwowanym w polskich przemysłowych jest wyraźny spadek konkurencyjności rodzimych producentów względem konkurentów z Unii Europejskiej. Dynamika wzrostu płac trzeci rok z rzędu będzie wyższa niż w krajach „starej UE”, a dodatkowo w 2019 roku wszystko wskazuje, że inne kraje będą miały koszt energii elektrycznej nawet 10% tańszy niż w Polsce. Spadek konkurencyjności powoduje, że część z podmiotów zaczyna zastanawiać się czy będzie w stanie równie jak w poprzednich latach rywalizować na rynkach eksportowych z tamtejszą konkurencją. Z kolei przemysł energochłonny, który dotychczas zmagał się z importem z Rosji, Chin czy Białorusi będzie musiał również obserwować napływ towarów z UE (tam niższe ceny energii). Skrajnym ryzykiem uderzającym w eksporterów mogłyby być zmiany w wynagradzaniu pracowników delegowanych do pracy za granicą. Wynikające z tego powodu wyższe stawki transportowe do krajów UE naszym zdaniem mocno uderzyłyby w rentowność polskich eksporterów.
- W 2018 roku wiele ze spółek przemysłowych zdecydowało się na odłożenie planów inwestycyjnych ze względu na rosnące koszty budowy (Impexmetal i Boryszew), niepewność co do przyszłej koniunktury (Mangata), czy problemy w znalezieniu nowych wykwalifikowanych pracowników (Forte).
- Indeks cenowy polskich spółek przemysłowych praktycznie cały 2018 roku był pod presją, co głównie

naszym zdaniem wynikało z odpływów środków z funduszy inwestycyjnych. Przeprowadzane na rynku wezwania nie były w stanie zrekompensować negatywny wpływ odpływu środków.

- Naszym zdaniem bieżąca wycena obserwowanych średnich i większych spółek przemysłowych nie jest obecnie bardzo atrakcyjna (mediana na wskaźnikach P/E'19 10,6x oraz EV/EBITDA'19 6,7x). Niska kapitalizacja spółek giełdowych może się utrzymywać w otoczeniu braku napływu nowych środków do funduszy oraz braku pozytywnych zaskoczeń i spadających r/r wynikach.
- Sytuacja płynnościowa nie wydaje się być obecnie dużym zagrożeniem dla firm przemysłowych. Na rynku pozostaje kilka spółek, które ze względu na wysokie zadłużenie w relacji do EBITDA może budzić niepokój inwestorów (Ergis, Forte). W przypadku pogorszenia wskaźników płynnościowych w branży budowlanej część z emitentów może odnotować wzrost przeterminowanych należności i kapitału obrotowego (Cognor, Grupa Kęty, Mangata, Pozbud, czy TIM).
- Z większych spółek przemysłowych najbardziej atrakcyjne naszym zdaniem są obecnie Amica, Famur i Kernel. Z mniejszych spółek pozytywnie podchodzimy do inwestycji w akcje Pozbud.
- Unikilibyśmy akcji Apator, Grupa Kęty, Ergis oraz Tarczyński.
- Przy okazji Strategii rezygnujemy z wydawania zalecenia inwestycyjnego oraz prognoz dla Grupy Elemental.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AC (przeważaj), Amica (przeważaj), Apator (niedoważaj), Grupa Kęty (redukuj), Ergis (niedoważaj), Famur (kupuj), Kernel (kupuj), Pozbud (przeważaj), Tarczyński (niedoważaj), TIM (przeważaj)

Wydobywanie

- Według agencji CRU globalna produkcja miedzi w 2019 roku wzrosła zaledwie o 1,2% r/r wobec około 1,8% r/r w bieżącym roku. Według analityków CRU w ubiegłym roku nie pojawiły się żadne nowe kopalnie o wydobywaniu powyżej 100 tys. ton, a jedynym projektem, który ma pojawić się w 2019 roku jest ekspansja kopalni Toquepala (Peru). Według naszego scenariusza bazowego nadwyżka na rynku miedzi w 2019 roku wyniesie 0,1 mln ton vs. 0,4 mln ton w 2018 roku. W 2020 roku według naszych prognoz deficyt na rynku może wynieść 0,1 mln ton. Poziom ten jest jednak daleki, od tego jaki obserwowaliśmy w latach 2013-2014 (deficyt 0,4-0,6 mln ton), kiedy ceny miedzi były w wyraźnym trendzie wzrostowym.
- Problemem w światowym wydobywaniu miedzi są spadające zawartości metalu w urobku przy braku znaczących nowych projektów wydobywczych. W ciągu ostatnich 10 lat miało miejsce 9 znaczących odkryć nowych złóż miedzi na poziomie 319 mld lb, podczas gdy w latach 1990-1999 na świecie odkryto 106 nowych złóż o zasobach 1100 mld lb. Warto zwrócić uwagę, że koszty eksploracji nowych złóż w tym samym czasie wzrosły siedmiokrotnie (licząc na funt odkrytego złoża miedzi).
- Szansą dla cen miedzi w 2019 roku jest pakiet stymulujący w Chinach (program one-belt przełoży się na dodatkowy popyt 1,6 mln ton miedzi) oraz wyraźne rosnący strumień udzielanych kredytów w celu stymulowania gospodarki (YTD +12% r/r). Jeżeli tempo importu netto miedzi do Chin nie spowolni w 2019 roku, to istnieje szansa, że popyt globalny na metal może rosnąć 2% r/r. Zagrożeniem dla takiego scenariusza mogłoby być spowolnienie w Chinach spowodowane negatywnym wpływem wojny handlowej. Szczególnie mogłoby to mieć miejsce, jeśli władzom nie uda się w

porę zrekompensować malejących obrotów handlowych inwestycjami infrastrukturalnymi.

- Rok 2018 kończy się niskimi stanami monitorowanych zapasów miedzi (obecnie najniższe od połowy 2016 roku) oraz niskim poziomem pozycji spekulacyjnych (10-15 tys. sztuk). Dodatkowo waluty rynków wschodzących wydają się być stosunkowo wyraźnie wyprzedane, co również ciąży nad notowaniami metali przemysłowych.
- Obecnie niepokojąco wygląda wskaźnik PMI dla przemysłu stalowego w Chinach pokazujący koniunkturę w zakresie nowych zamówień (poniżej 50 pkt w ostatnich miesiącach). Momentum na rynku stali wyraźnie słabnie ze spadającymi od kilku tygodni cenami stali oraz marżami realizowanymi przez producentów wielkopiecowych. W okresie zimowym sezonowo zapasy stali w Chinach odbijają, a w bieżącym roku uczestnicy rynku oczekują mniejszych ograniczeń środowiskowych niż w 2018 roku.
- Producenci wielkopiecowi zaczynają szukać oszczędności i wywierać presję na dostawców węgla koksowego i rudy żelaza. Po nieoczekiwanych szokach podaźowych w zakresie wydobycia węgla koksowego z 2H'18 przy powrocie wolumenów do normalności widzimy więcej punktów ryzyka, że ceny będą się korygować.
- Zapasy węgla energetycznego w Polsce pozostają na niskim historycznie poziomie (jedynie 2 mln ton przed sezonem grzewczym). Lokalne kopalnie po wstrzymaniu wydatków górniczych w latach 2015-2017 mają problemy z zapewnieniem odpowiedniego wydobycia by zaspokoić lokalny popyt. Aby sprostać krajowemu zapotrzebowaniu kupujący zmuszeni są nabywać surowiec z importu. Takie otoczenie sprzyja blisko dwucyfrowemu wzrostowi cen węgla energetycznego na rynku krajowym.
- Głównym wyzwaniem dla spółek wydobywczych w 2019 roku są dynamicznie rosnące koszty wydobycia. W przypadku Grupy KGHM oczekujemy wzrostu kosztów zakupu energii elektrycznej o 350 mln PLN oraz kosztów płac o 350 mln PLN. W 1Q'19 KGHM będzie musiał podpisać nowe porozumienie z pracownikami Sierra Gorda, jako że stary kontrakt wygasa z końcem pierwszego kwartału. W JSW oczekujemy inflacji kosztowej na poziomie 471 mln PLN z czego największy wpływ na to będą miały energia elektryczna (+172 mln PLN), koszty usług obcych (+62 mln PLN; wzrost stawek dzierżawnych, kosztów transportu) oraz koszty pracy (+200 mln PLN; oczekujemy 5% inflacji płac i utrzymania nagrody w wysokości 200 mln PLN po udanym roku).
- **Kluczowe rekomendacje:** KGHM (trzymaj), JSW (redukuj)

Deweloperzy

- W związku ze zmianą analityka odpowiedzialnego za sektor deweloperów, zawieszamy tymczasowo rekomendacje na ECH, LCC, CPG oraz pozycjonowanie na ARH, BBI, I2D, JWC, LKD, NVA, PND, RON. Będą one sukcesywnie aktualizowane w kolejnych miesiącach.
- Po 8 latach wzrostów na rynku deweloperskim, rok 2018 upłynął pod znakiem stabilizacji sprzedaży. Przy wolumenie sprzedaży o 10% niższym r/r w okresie M9'18 w 6 największych miastach, rynek nie pobije zeszłorocznych rekordów. Spadek ten jest jeszcze większy wśród deweloperów giełdowych (ok. -12% r/r) i jest związany głównie z ograniczeniem podaży nowych lokali. Efektywność sprzedaży (mierzona wolumenem do oferty) całego rynku pozostawała stabilna w ciągu roku, jednak w przypadku części spółek giełdowych (Atal, Robyg, Budimex Nieruchomości) zaobserwowaliśmy spadek. W odróżnieniu od typowego cyklu koniunkturalnego, gdzie słabnący popyt schładza podaż, ograniczenie oferty w mijającym roku połączone z silnym popytem, wspierało

dalszy wzrost cen. Sądzymy, że wysokie dynamiki wzrostu cen mieszkań w ofercie mogą przekładać się na utrzymanie trendu wzrostowego cen transakcyjnych także w 2019. Kwestią otwartą, z drugiej strony, pozostaje przestrzeń akceptowalna przez kupujących do dalszych podwyżek cen.

- Niższa sprzedaż wśród deweloperów giełdowych (o 12% w 9M'18) przełoży się na niższy wolumen przekazania w roku 2019. Spadek ten powinny – przynajmniej wśród liderów rynku – kompensować wzrosty cen lokali mieszkalnych i tym samym utrzymać wysokie zyski w segmencie deweloperskim.
- Pewnym ryzykiem mogą pozostawać koszty budowy, które jak jednak sugerują giełdowi deweloperzy w ostatnim kwartale ustabilizowały się. W świetle rosnących cen mieszkań nie spodziewamy się istotnej erozji marż w 2019. Wśród deweloperów giełdowych marża za 9M18 była na poziomie z 2016 r., jednocześnie o niecałe 3 p.p. niższa niż w najlepszym roku 2017. Lepiej zachowują się obecnie marże wśród liderów rynku i spółek wzrostowych (1AT, DOM, LKD). Uważamy, że te spółki również lepiej będą sobie radziły w nadchodzącym 2019 r. DOM i 1AT lepiej oceniamy również w świetle ryzyk związanych z likwidacją otwartych rachunków powierniczych nieposiadających dodatkowego zabezpieczenia, jako że są to spółki dobre jakościowo, z silnym bilansem oraz dobrym dostępem do kapitału.
- Preferowane przez nas spółki: 1AT i DOM, są notowane średnio przy mnożniku P/E'18-20 6,7x i 7,1x odpowiednio, oferując Dyield'19-20 ok. 13,5% i 12,8%. Jednocześnie zwracamy uwagę, że Atal jest obecnie notowany z ok. 20% dyskontem do 2-letniej mediany na P/E, a w przypadku DOM ok. 30% dyskontem do 4-letniej mediany P/E.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dom (kupuj), Atal (kupuj)

Budownictwo

- W związku ze zmianą analityka odpowiedzialnego za sektor budownictwa zawieszamy tymczasowo rekomendacje na BDX, ELB, ERB, UNI oraz pozycjonowanie na ELT, HRS, TOR, TRK, ULM, ZUE. Będą one sukcesywnie aktualizowane w kolejnych miesiącach.
- W roku 2018 indeks WIG-Budownictwo zachowywał się zdecydowanie gorzej niż WIG i WIG-Nieruchomości. Obecna wycena P/E=10,2x jest porównywalna do poziomów widzianych ostatnio przed dołkiem poprzedniego cyklu koniunkturalnego w połowie 2011 r. Wśród spółek budowlanych najbardziej przecenione zostały ELB, ELT, UNI, TOR i TRK. Jedynie ULM pozostała odporna na negatywne czynniki w sektorze (wzrost kosztów materiałów budowlanych i podwykonawców).
- Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w ciągu M10'2018 o 17,9% r/r wobec +12,9% w analogicznym okresie ubiegłego roku. Jednak aktywność zamawiającego na rynku infrastruktury drogowej spadła w br. W przypadku infrastruktury kolejowej aktywność publicznego zamawiającego jest lepsza, jednak tu barierą jest niedopasowanie poziomu budżetów do kosztów, prowadzące do unieważniania części przetargów. Backlog'i spółek giełdowych na koniec 3Q18 wykazały wzrost w przypadku Budimexu (+19% r/r) i Erbudu (+16% r/r) oraz spadek dla Elektrobudowy (-19% r/r) i Torpolu (-38% r/r).
- Ceny za usługi budowlane nie nadążały za wzrostem kosztów, co przełożyło się na znaczący spadek marży, zawiązanie rezerw na kontraktach długoterminowych (ERB, ELB) i rewizję prognoz. Przy średnim wzroście cen materiałów budowlanych (asfalt, beton, stal zbrojna, olej napędowy) w 3Q18 o 18% r/r oraz wynagrodzeń w sektorze budowlanym o 8,8% r/r w 9M18, ceny produkcji

budowlano-montażowej były zaledwie o 3,2% wyższe r/r w 3Q18. Długi okres upływający między złożeniem oferty a podpisaniem umowy w kontraktach drogowych nie sprzyja poprawie marży.

- W ciągu 9M18 zysk EBITDA wśród spółek budowlanych (znorm. o one-offy w BDx) obniżył się o 40% r/r, przy wzroście przychodów o 24%.
- Negatywną tendencją wśród reprezentantów sektora jest ponadto (1) spadek pozycji gotówkowej i (2) pogorszenie struktury bilansu (wzrost zadłużenia i aktywów z tytułu wyceny kontraktów, szczególnie w spółkach budownictwa kolejowego).
- Sądzymy, że otoczenie rynkowe w dalszym ciągu będzie pozostawało niekorzystne w 2019 ze względu na (1) presję po stronie wynagrodzeń i (2) wysokie ceny materiałów budowlanych i tym samym utrzyma negatywny sentyment do sektora budowlanego. Na portfelach spółek specjalizujących się w segmencie infrastrukturalnym w dalszym ciągu ciężą kontrakty zawierane przy niższych cenach materiałów i wynagrodzeń z 2016-17 z ryzykiem niedoszacowanych kosztów. W krajowym otoczeniu prawno-ekonomicznym niepewna pozostaje także możliwość dokonania rewaloryzacji takich kontraktów. Utrzymująca się presja kosztowa może dalej negatywnie wpływać na marże w 2019, a najbardziej ucierpią spółki z wolno rotującym portfelem zamówień.

Handel

- W 2019 roku ograniczenie handlu w niedzielę będzie obejmowało trzy niedziele w miesiącu. Naszym zdaniem, zmiana ta nie powinna istotnie wpłynąć na wyniki spółek handlowych, ponieważ większość konsumentów dostosowała swoje zwyczaje zakupowe w 2018 roku. Beneficjentem rozszerzenia zakresu ograniczenia handlu będzie segment e-commerce. Biorąc pod uwagę dynamiczny rozwój tego kanału dystrybucji w spółkach odzieżowo-obuwniczych, uważamy że ograniczenie handlu powinno mieć niższy wpływ w tym sektorze vs. sektor handlu spożywczego.
- Umocnienie USDPLN w X'18 oraz potencjalne utrzymanie się obecnego kursu do końca roku przełoży się na wyższe koszty zakupu kolekcji wiosna-lato'19 r/r przez spółki odzieżowo-obuwnicze, co nie będzie sprzyjać osiągniętej marży brutto na sprzedaży w okresie 2Q-3Q'19. Biorąc pod uwagę sytuację w poszczególnych spółkach efekt ten powinien zostać istotnie ograniczony w (1) LPP (oczekiwany lepszy sales-mix oraz poprawa warunków zakupowych), (2) CCC (poprawa sales-mix oraz niska ekspozycja na zakupy w USD (30%)) oraz (3) Vistula Retail Group (znacznie wyższy efekt synergii związanych z ujednoliceniem polityki cenowej). Umocnienie USDPLN powinno mieć negatywny wpływ na MON (90% zakupów denominowanych w USD oraz oczekiwany brak poprawy efektywności sprzedaży).
- Segment odzieżowo-obuwniczy w 2019 roku będzie zmagał się z rosnącymi kosztami wynagrodzeń (podobnie jak w 2018 roku) oraz wzrostem cen energii (nowy czynnik). Naszym zdaniem negatywny efekt presji kosztowej powinien zostać zniwelowany przez poprawę sprzedaży porównywalnej w spółkach o silnej pozycji rynkowej. W 2019 roku preferowalibyśmy LPP, CCC oraz VRG.

- W sektorze handlu spożywczego w 9M'18 wszystkie analizowane spółki poprawiły marżę brutto na sprzedaży, co wskazuje na poprawę warunków zakupowych oraz stopniowe podwyższanie cen. Naszym zdaniem trend ten zostanie utrzymany w 2019 roku, a podwyżki cen mogą przyspieszyć ze względu na wyższą presję kosztową niż w 2018 roku (wzrost cen energii, która stanowi istotną pozycję kosztową dla spółek z sektora). Dalsza poprawa rentowności sprzedaży oraz oczekiwany wzrost Ifl skłania nas do przeważania sektora. W 2019 roku preferowalibyśmy Dino Polska (kontynuacja dynamicznego wzrostu) oraz Jeronimo Martins (odbicie Ifl w sieci Biedronka oraz istotne ograniczenie straty EBITDA sieci ARA). Obniżyliśmy rekomendację dla Eurocash do trzymaj ze względu na trwający kosztochłonny proces integracji oraz niepewność w związku z ewolucją wyniku w segmencie detalicznym.
- AmRest w 2019 roku będzie kontynuował integrację i usprawnianie przejętych biznesów, czego negatywny efekt na osiąganą EBITDA powinien być niższy niż w 2018 roku. Jednocześnie przejęcie Sushi Shop powinno istotnie wspierać poprawę wyników r/r w 2019 roku. Biorąc pod uwagę atrakcyjne perspektywy wzrostu spółki średnim terminie oraz powrót do dwucyfrowej dynamiki poprawy EBITDA r/r od 4Q'19, uważamy AmRest jako jedną z ciekawszych opcji inwestycyjnych na 2019 rok.
- Przy okazji Strategii rezygnujemy z wydawania zalecenia inwestycyjnego oraz prognoz dla TXM.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AmRest (kupuj), CCC (kupuj), Dino (akumuluj), Jeronimo Martins (kupuj), LPP (kupuj), VRG (przeważaj)

Zmiany w liście spółek pokrywanych

W wyniku przeglądu pokrywanych spółek, zaprzestajemy publikacji zaleceń inwestycyjnych oraz prognoz finansowych dla spółek:

- Archicom
- BBI Development
- Budimex
- Capital Park
- Echo Investment
- Elektrobudowa
- Elektrotim
- Elemental
- Erbud
- Getin Noble Bank
- Herkules
- i2 Development
- JWC
- LC Corp
- Lokum Deweloper
- PA Nova
- Polnord
- Polwax
- Ronson
- Torpol
- Trakcja
- TXM
- Ulma
- Unibep
- Wasko
- ZUE

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2018	2019	2018	2019
Finanse						+17,4%	11,8	11,6		
Alior Bank	kupuj	2018-12-05	56,65	92,50	56,65	+63,3%	9,5	7,2		
Handlowy	akumuluj	2018-12-05	71,10	76,00	71,10	+6,9%	14,3	13,4		
ING BSK	akumuluj	2018-12-05	183,60	199,63	183,60	+8,7%	15,8	14,1		
Millennium	akumuluj	2018-11-14	9,49	10,10	9,50	+6,3%	15,7	15,5		
Pekao	kupuj	2018-12-05	113,25	136,29	113,25	+20,3%	13,5	11,6		
PKO BP	akumuluj	2018-12-05	41,96	45,00	41,96	+7,2%	13,8	12,9		
Santander Bank Polska	akumuluj	2018-12-05	364,80	400,00	364,80	+9,6%	16,7	14,2		
Komercni Banka	akumuluj	2018-12-05	906,50	1 000 CZK	906,50	+10,3%	11,5	11,3		
Erste Bank	kupuj	2018-12-05	34,41	46,18 EUR	34,41	+34,2%	9,6	9,4		
OTP Bank	akumuluj	2018-12-05	11 810	13 046 HUF	11 810	+10,5%	9,8	9,8		
PZU	akumuluj	2018-12-05	43,80	46,50	43,80	+6,2%	11,8	11,6		
Kruk	kupuj	2018-12-05	177,10	292,77	177,10	+65,3%	9,5	8,0		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-12-05	23,50	31,36	23,50	+33,4%	7,3	6,9		
Chemia						+39,4%	7,9	16,2	6,0	5,8
Ciech	kupuj	2018-11-05	42,58	77,05	43,58	+76,8%	7,9	6,6	5,3	4,6
Grupa Azoty	trzymaj	2018-11-23	32,36	33,00	35,48	-7,0%	-	25,8	6,7	7,0
Paliwa						-4,0%	8,6	13,3	4,9	6,0
Lotos	sprzedaj	2018-11-15	73,50	59,84	84,72	-29,4%	8,5	15,2	5,2	7,4
MOL	trzymaj	2018-12-05	3 206	3 280 HUF	3 206	+2,3%	8,8	11,3	4,1	4,6
PGNiG	kupuj	2018-11-05	6,35	7,72	6,76	+14,2%	10,2	8,2	4,7	3,9
PKN Orlen	sprzedaj	2018-11-15	97,80	81,52	108,90	-25,1%	8,2	16,6	5,1	8,1
Energetyka						+11,4%	6,6	5,3	4,3	3,9
CEZ	trzymaj	2018-11-05	549,00	518,72 CZK	549,00	-5,5%	21,2	18,9	8,4	8,2
Enea	kupuj	2018-11-29	10,50	15,58	11,11	+40,2%	6,6	3,5	4,3	3,2
Energia	kupuj	2018-11-29	9,16	13,54	9,67	+40,0%	5,0	5,3	4,0	3,9
PGE	kupuj	2018-11-29	11,47	14,82	11,98	+23,7%	10,5	8,0	4,9	4,2
Tauron	kupuj	2018-11-29	2,21	3,06	2,41	+27,0%	4,3	3,3	3,8	3,9
Telekomunikacja, media, IT						+11,5%	21,2	16,6	7,0	5,9
Netia	trzymaj	2018-11-26	4,66	4,70	4,73	-0,6%	23,9	31,8	4,9	5,4
Orange Polska	kupuj	2018-11-26	4,91	6,40	4,80	+33,3%	-	60,2	4,7	4,3
Play	kupuj	2018-11-26	16,54	21,30	19,00	+12,1%	6,1	6,7	5,3	5,2
Agora	kupuj	2018-11-27	9,50	16,00	11,50	+39,1%	29,7	38,2	6,1	5,2
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-11-26	22,50	23,20	22,80	+1,8%	14,8	13,1	7,0	6,4
Wirtualna Polska	kupuj	2018-12-05	52,20	61,50	52,20	+17,8%	21,2	16,4	10,8	8,8
Asseco Poland	trzymaj	2018-12-05	48,30	49,60	48,30	+2,7%	12,9	14,6	8,6	8,3
CD Projekt	kupuj	2018-11-23	139,00	170,40	154,10	+10,6%	-	-	97,9	-
Comarch	akumuluj	2018-12-05	160,00	173,30	160,00	+8,3%	21,8	16,8	8,0	7,3
Przemysł, surowce						-5,4%	13,8	12,0	6,8	6,2
Famur	kupuj	2018-11-30	5,58	6,41	5,92	+8,3%	17,0	13,2	7,8	6,7
Grupa Kęty	redukuj	2018-12-05	343,00	309,30	343,00	-9,8%	12,5	13,9	8,8	9,3
JSW	redukuj	2018-12-05	71,20	59,14	71,20	-16,9%	4,5	10,8	1,9	3,5
Kemel	kupuj	2018-11-05	52,10	60,85	53,50	+13,7%	22,5	7,2	8,1	5,8
KGHM	trzymaj	2018-12-05	92,60	84,56	92,60	-8,7%	12,3	7,9	4,9	4,1
Stelmet	trzymaj	2018-11-05	7,50	7,72	7,70	+0,3%	15,0	25,9	5,9	6,8
Deweloperzy						+22,0%	6,9	7,2	5,9	6,4
Atal	kupuj	2018-07-04	36,40	42,86	31,50	+36,1%	6,4	6,7	5,9	6,4
Dom Development	kupuj	2018-12-05	66,00	84,10	66,00	+27,4%	7,4	7,6	6,0	6,4
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	8,40	+14,3%	10,1	8,8	14,6	13,7
Handel						+27,4%	28,9	21,0	14,2	10,8
AmRest	kupuj	2018-12-05	39,60	46,00	39,60	+16,2%	48,9	34,5	16,2	12,9
CCC	kupuj	2018-12-05	204,60	288,00	204,60	+40,8%	50,5	17,3	19,5	11,2
Dino	akumuluj	2018-12-05	100,40	106,30	100,40	+5,9%	31,7	23,9	19,3	15,0
Eurocash	trzymaj	2018-12-05	18,00	18,20	18,00	+1,1%	26,1	25,7	8,2	7,2
Jeronimo Martins	kupuj	2018-12-05	10,60	14,50 EUR	10,60	+36,8%	16,7	15,1	7,3	6,7
LPP	kupuj	2018-12-05	7 730	9 300	7 730	+20,3%	23,8	18,0	12,1	10,3
Inne						+7,4%	9,4	11,5	7,1	7,7
PBKM	akumuluj	2018-12-05	62,00	66,57	62,00	+7,4%	9,4	11,5	7,1	7,7

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
Spółki IT						11,3	10,3	5,5	4,4
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	10,50	-35,2%	13,7	11,6	5,9	4,7
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	24,40	-12,9%	13,0	12,4	8,9	8,3
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	11,25	-3,8%	9,0	8,9	4,2	3,9
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	3,80	-10,6%	9,7	8,1	5,0	4,2
Spółki przemysłowe						9,7	10,5	6,4	6,5
AC	przeważaj	2018-11-30	41,50	42,50	+2,4%	10,8	10,5	7,3	7,1
Alumetal	równoważ	2018-08-23	51,00	43,80	-14,1%	7,6	8,5	6,2	6,7
Amica	przeważaj	2018-09-13	112,80	117,00	+3,7%	8,5	8,1	5,7	5,3
Apator	niedoważaj	2018-12-05	24,20	24,20	+0,0%	13,1	14,5	7,7	8,1
Boryszew	równoważ	2018-09-05	6,25	4,72	-24,5%	8,8	7,7	6,9	6,2
Cognor	równoważ	2018-12-05	1,80	1,80	+0,0%	3,8	3,2	2,9	3,1
Ergis	niedoważaj	2018-12-05	2,80	2,80	+0,0%	6,6	10,4	5,8	6,3
Forte	równoważ	2018-10-31	40,60	22,50	-44,6%	15,2	12,8	9,7	8,9
Impexmetal	równoważ	2018-12-05	3,40	3,40	+0,0%	3,3	4,0	4,8	5,0
Kruszwica	równoważ	2018-10-16	43,90	42,00	-4,3%	11,6	15,8	6,8	8,2
Mangata	równoważ	2018-10-01	65,40	69,80	+6,7%	8,7	10,9	6,4	7,1
Pfleiderer Group	równoważ	2018-09-28	36,45	30,95	-15,1%	13,4	15,5	5,8	5,8
Pozbud	przeważaj	2018-09-04	3,57	2,55	-28,6%	9,7	2,9	7,3	3,0
Tarczyński	niedoważaj	2018-12-05	17,50	17,50	+0,0%	14,3	11,0	5,9	6,5
TIM	przeważaj	2018-12-05	7,48	7,48	+0,0%	11,6	10,6	7,1	6,9
Handel						10,6	8,3	5,6	4,3
Monnari	niedoważaj	2018-12-05	4,75	4,75	+0,0%	7,2	6,7	2,3	2,0
VRG	przeważaj	2018-12-05	3,83	3,83	+0,0%	14,0	9,9	8,9	6,6

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Alior Bank	kupuj	kupuj	92,50 PLN	2018-12-05
AmRest	kupuj	akumuluj	46,00 PLN	2018-12-05
Apator	niedoważaj	równoważ	- -	2018-12-05
Archicom	zawieszona	przeważaj	- -	2018-12-05
Asseco Poland	trzymaj	akumuluj	49,60 PLN	2018-12-05
BBI Development	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
Budimex	zawieszona	trzymaj	- -	2018-12-05
Capital Park	zawieszona	kupuj	- -	2018-12-05
CCC	kupuj	kupuj	288,00 PLN	2018-12-05
Comarch	akumuluj	akumuluj	173,30 PLN	2018-12-05
Dino	akumuluj	kupuj	106,30 PLN	2018-12-05
Dom Development	kupuj	kupuj	84,10 PLN	2018-12-05
Echo	zawieszona	kupuj	- -	2018-12-05
Elektrobudowa	zawieszona	kupuj	- -	2018-12-05
Elektrotim	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
Elemental	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
Erbud	zawieszona	kupuj	- -	2018-12-05
Ergis	niedoważaj	równoważ	- -	2018-12-05
Erste Bank	kupuj	kupuj	46,18 EUR	2018-12-05
Eurocash	trzymaj	kupuj	18,20 PLN	2018-12-05
Getin Noble Bank	zawieszona	trzymaj	- -	2018-12-05
Grupa Kęty	redukuj	sprzedaj	309,30 PLN	2018-12-05
Handlowy	akumuluj	kupuj	76,00 PLN	2018-12-05
Herkules	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
i2 Development	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
ING BSK	akumuluj	kupuj	199,63 PLN	2018-12-05
Jeronimo Martins	kupuj	kupuj	14,50 EUR	2018-12-05
JSW	redukuj	sprzedaj	59,14 PLN	2018-12-05
JWC	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
KGHM	trzymaj	trzymaj	84,56 PLN	2018-12-05
Komerční Banka	akumuluj	kupuj	1000,00 CZK	2018-12-05
Kruk	kupuj	kupuj	292,77 PLN	2018-12-05
LC Corp	zawieszona	kupuj	- -	2018-12-05
Lokum Developer	zawieszona	przeważaj	- -	2018-12-05
LPP	kupuj	kupuj	9300,00 PLN	2018-12-05
MOL	trzymaj	akumuluj	3280,00 HUF	2018-12-05
Monnari	niedoważaj	równoważ	- -	2018-12-05
OTP Bank	akumuluj	kupuj	13046,00 HUF	2018-12-05
PA Nova	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
PBKM	akumuluj	kupuj	66,57 PLN	2018-12-05
Pekao	kupuj	kupuj	136,29 PLN	2018-12-05
PKO BP	akumuluj	kupuj	45,00 PLN	2018-12-05
Polnord	zawieszona	niedoważaj	- -	2018-12-05
PZU	akumuluj	kupuj	46,50 PLN	2018-12-05
Ronson	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
Santander Bank Polska	akumuluj	kupuj	400,00 PLN	2018-12-05
Skarbiec Holding	kupuj	kupuj	31,36 PLN	2018-12-05
Tarczyński	niedoważaj	równoważ	- -	2018-12-05
TIM	przeważaj	-	- -	2018-12-05
Torpol	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
Trakcja	zawieszona	niedoważaj	- -	2018-12-05
Ulma	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
Unibep	zawieszona	kupuj	- -	2018-12-05
VGR	przeważaj	przeważaj	- -	2018-12-05
Wasko	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
Wirtualna Polska	kupuj	akumuluj	61,50 PLN	2018-12-05
ZUE	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
AC	przeważaj	-	-	-	2018-11-30
Bytom	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-11-08
CD Projekt	kupuj	redukuj	170,40	PLN	2018-11-23
Cyfrowy Polsat	trzymaj	akumuluj	23,20	PLN	2018-11-26
Enea	kupuj	kupuj	15,58	PLN	2018-11-29
Energa	kupuj	kupuj	13,54	PLN	2018-11-29
Famur	kupuj	kupuj	6,41	PLN	2018-11-30
Grupa Azoty	trzymaj	kupuj	33,00	PLN	2018-11-23
Lotos	sprzedaj	sprzedaj	59,84	PLN	2018-11-15
Millennium	akumuluj	trzymaj	10,10	PLN	2018-11-14
Netia	trzymaj	trzymaj	4,70	PLN	2018-11-26
Orange Polska	kupuj	kupuj	6,40	PLN	2018-11-26
PGE	kupuj	kupuj	14,82	PLN	2018-11-29
PKN Orlen	sprzedaj	redukuj	81,52	PLN	2018-11-15
Play	kupuj	kupuj	21,30	PLN	2018-11-26
Tauron	kupuj	kupuj	3,06	PLN	2018-11-29

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	2	2,9%	2	5,6%
redukuj	2	2,9%	1	2,8%
niedoważaj	3	4,4%	1	2,8%
trzymaj	10	14,7%	5	13,9%
równoważ	10	14,7%	4	11,1%
akumuluj	10	14,7%	8	22,2%
kupuj	24	35,3%	14	38,9%
przeważaj	7	10,3%	1	2,8%

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

Agora	Axel Springer, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media,
AmRest	Alsea, Autogrill, Chipotle Mexican, Collins Foods, Jack In The Box, McDonalds, Mitchells & Butlers, Panera Bread, Starbucks, Texas Roadhouse, Wendy's, Yum! Brands
Asseco Poland	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG
Atal	Archicom, Dom Development, i2 Development, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, Polnord, Ronson
GTC	BBi Development, Capital Park, Echo Investment, P.A. Nova, PHN, Alstria Office, Atrium European RE, CA Immobilien, Deutsche Euroshop, DIC Asset, Immofinanz, Klepierre, Unibail-Rodamco, S Immo
CCC	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Voox Net-a-Porter, Zalando
CD Projekt	Activision, Blizzard, CAPCOM, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Electronic Arts
CEZ, Enea, Energa, PGE, Tauron	CEZ, EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
Ciech	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, Dow Chemical, Huntsman, Soda Samayii, Solvay, Synthos, Tata Chemicals, Tessenderlo Chemie, Tronox, Wacker Chemie
Comarch	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Cyfrowy Polsat	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Talktalk Telecom, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Dino	Carrefour, Dixy Group, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Dom Development	Archicom, Atal, LC Corp, Lokum Deweloper, Echo
Eurocash	Carrefour, Dixy Group, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Epiroc, Caterpillar, Duro Felguera, Komatsu, Sandvik, Shanghai Chuangli, Tian Di
Grupa Azoty	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
Jeronimo Martins	Carrefour, Eurocash, Magnit, Tesco, X5
JSW	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
Kernel	Astarta, Andersnons, ADM, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Impexmetal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusai
KGHM	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
Lotos, MOL	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
LPP	CCC, Gerry Weber, H&M, Hugo Boss, IC Companys, Inditex, Kappahl, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
Netia	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	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
PKN Orlen	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
Play	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Belgium, Orange Polska, Telecom Italia, TalkTalk, Tele2, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpel, Vodafone Group
Skarbiec Holding	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Janus Henderson, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Schroders, Standard Life, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Pfalderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmorin, West Fraser
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex

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**PRZEWAGAŻENIE (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 świadczyć, 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 6 grudnia 2018 o godzinie 8:59.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 6 grudnia 2018 o godzinie 8:59.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOS, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energia, Energoaparatúra, 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, Rawplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Work Service, 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: Cognor Holding, PBKM.

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.

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

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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)** – 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.



Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy

AC

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-11-30
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	41,50

Agora

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-11-27	2018-09-14	2018-04-06	2018-01-26
cena docelowa (PLN)	16,00	15,40	18,40	18,90
kurs z dnia rekomendacji	9,50	8,48	14,50	13,15

Ailleron

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

Alior Bank

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-12-05	2018-10-04	2018-02-01	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	92,50	96,00	109,00	90,00
kurs z dnia rekomendacji	56,65	62,90	85,50	78,10

Alumetal

rekomendacja	równoważ
data wydania	2018-08-23
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	51,00

Amica

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-09-13	2018-06-06	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	112,80	121,00	130,00

AmRest

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-09-03	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	46,00	41,20	42,60	426,00	407,00	422,00
kurs z dnia rekomendacji	39,60	40,00	40,60	449,50	425,00	403,00

Apator

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-02-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	24,20	24,00

Archicom

rekomendacja	zawieszona	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-12-05	2018-06-22	2018-04-26	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	11,90	15,00	15,30	15,75

Asseco BS

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-03-28	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	28,00	28,90

Asseco Poland

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj	redukuj
data wydania	2018-12-05	2018-09-03	2018-06-06	2018-03-27	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	49,60	49,00	41,20	41,20	44,00
kurs z dnia rekomendacji	48,30	45,90	44,00	45,20	45,62

Asseco SEE

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

Ata!

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-07-04	2018-06-22	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	42,86	42,86	47,00	49,20
kurs z dnia rekomendacji	36,40	37,30	43,40	42,40

Atende

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

BBI Development

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-04-26	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,63	0,66	0,70

Boryszew

rekomendacja	równoważ
data wydania	2018-09-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	6,25

Budimex

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-12-05	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	119,40	122,60	153,00	215,00	197,80

Capital Park

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	8,35	8,42
kurs z dnia rekomendacji	4,60	5,95	5,95

CCC

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	288,00	272,00	295,00	295,00	295,00	286,00	295,00	292,00
kurs z dnia rekomendacji	204,60	173,60	242,80	255,60	257,40	243,00	281,00	293,00

CD Projekt

rekomendacja	kupuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-11-23	2018-10-16	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	170,40	136,60	90,80	90,00
kurs z dnia rekomendacji	139,00	158,60	114,90	115,00

CEZ

rekomendacja	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-11-05	2018-07-04	2018-05-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (CZK)	518,72	440,96	458,38	449,51	449,51	506,40	532,50
kurs z dnia rekomendacji	549,00	550,00	551,00	567,00	519,50	495,00	530,00

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-11-05	2018-08-02	2018-07-04	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	77,05	82,52	81,14	88,64	89,71	85,40	85,87	90,13
kurs z dnia rekomendacji	42,58	56,95	53,05	60,20	55,00	57,00	55,90	61,25

Cognor

rekomendacja	równoważ
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	1,80

Comarch

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-10-01	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	173,30	180,50	166,50	166,50	166,50	180,00
kurs z dnia rekomendacji	160,00	167,00	145,00	131,50	155,00	177,00

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-11-26	2018-06-15	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-31
cena docelowa (PLN)	23,20	24,90	25,30	24,90	25,70
kurs z dnia rekomendacji	22,50	22,76	24,84	22,80	24,70

Dino

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-04	2018-02-02	2018-01-18
cena docelowa (PLN)	106,30	103,50	103,50	103,50	103,50	95,40	95,40
kurs z dnia rekomendacji	100,40	84,70	107,40	96,65	85,10	85,00	80,00

Dom Development

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-08-02	2018-06-22	2018-03-20	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	84,10	87,80	87,80	103,10	103,00
kurs z dnia rekomendacji	66,00	72,80	85,80	85,80	82,00

Echo

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	5,63	6,31
kurs z dnia rekomendacji	3,94	5,23	5,05

Elektrobudowa

rekomendacja	zawieszona	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-09-26	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	45,00	71,00	116,00	113,00
kurs z dnia rekomendacji	32,00	32,80	69,00	96,40	81,20

Elektrotim

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-09-27	2018-05-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,80	4,20	5,80

Elemental

rekomendacja	zawieszona	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-04-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,17	1,09

Enea

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-11-29	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	15,58	12,62	11,78	12,11	12,98	12,82
kurs z dnia rekomendacji	10,50	9,57	9,10	10,36	11,07	12,19

Energia

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-11-29	2018-09-03	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	13,54	15,27	15,58	14,91	14,71	15,20	14,97
kurs z dnia rekomendacji	9,16	8,40	9,00	9,96	10,11	12,21	12,60

Erbud

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-09-03	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2017-12-15
cena docelowa (PLN)	-	14,40	22,00	23,10	29,60	29,40	28,70
kurs z dnia rekomendacji	9,64	9,60	14,90	19,40	21,60	21,30	20,60

Ergis

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-04-27	2018-01-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,80	4,06	4,77

Erste Bank

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-08-02	2018-06-06	2018-02-02
cena docelowa (EUR)	46,18	43,00	40,00	40,00
kurs z dnia rekomendacji	34,41	37,14	34,78	40,64

Eurocash

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-10-01	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	18,20	26,40	30,70	31,10	32,30
kurs z dnia rekomendacji	18,00	18,08	24,41	21,99	26,04

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-11-30	2018-08-02	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	6,41	6,56	6,95	7,06	7,28	7,29	7,24
kurs z dnia rekomendacji	5,58	5,20	5,94	6,04	6,10	6,20	6,18

Forte

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-10-31	2018-07-27	2018-04-27	2018-02-02	2018-01-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	40,60	40,60	50,70	43,00	49,10

GetBack

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-04-16
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	4,52

Getin Noble Bank

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	trzymaj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2018-12-05	2018-10-04	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	-	1,00	1,40	1,50	1,50
kurs z dnia rekomendacji	0,33	0,53	1,17	1,45	1,83

Gino Rossi

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-05-23
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	0,63

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-11-23	2018-11-05	2018-09-03	2018-08-02	2018-05-25	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	33,00	31,47	41,13	42,13	44,40	60,99	67,13	73,42	73,64
kurs z dnia rekomendacji	32,36	24,00	38,00	42,20	42,60	51,10	56,55	72,00	74,40

GTC

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	9,60	9,70	9,70	10,00
kurs z dnia rekomendacji	9,39	8,64	9,67	9,90

Handlowy

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-10-04	2018-04-06	2018-02-01	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	76,00	90,00	94,00	94,00	85,00
kurs z dnia rekomendacji	71,10	76,90	77,50	84,70	83,70

Herkules

rekomendacja	zawieszona	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,10	3,67

i2 Development

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-12-05	2018-06-22	2018-05-28	2018-01-12
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	11,30	15,40	17,30	14,90

Impexmetal

rekommendacja	równoważ
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	3,40

ING BSK

rekommendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04	2018-08-02	2018-07-04	2018-03-05	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	199,63	200,00	200,00	212,00	212,00	212,00	212,00
kurs z dnia rekomendacji	183,60	166,00	181,00	190,00	178,40	198,00	220,00

Jeronimo Martins

rekommendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-08-02	2018-06-06	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (EUR)	14,50	15,20	16,40	16,40	16,90	16,90
kurs z dnia rekomendacji	10,60	12,65	13,52	14,90	15,17	17,12

JSW

rekommendacja	redukuj	sprzedaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-11-26	2018-09-03	2018-08-02	2018-07-04	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	59,14	59,14	98,00	108,69	107,00	115,23	109,12	108,14	120,71	122,30
kurs z dnia rekomendacji	71,20	72,56	77,00	79,50	77,50	86,66	79,32	86,78	92,80	101,00

JWC

rekommendacja	zawieszona	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-06-22	2018-03-29	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,58	3,48	4,16	4,41

Kernel

rekommendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-11-05	2018-07-23	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	60,85	59,18	53,04	53,46	53,47
kurs z dnia rekomendacji	52,10	50,50	50,80	48,80	50,90

Grupa Kęty

rekommendacja	redukuj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-10-29	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	309,30	309,30	367,45	355,61	371,08	363,01	357,21	379,66	391,41	390,72
kurs z dnia rekomendacji	343,00	365,50	387,50	321,50	360,50	353,00	346,00	352,50	385,00	408,00

KGHM

rekommendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-10-15	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-04	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-08	
cena docelowa (PLN)	84,56	87,99	104,21	111,08	112,92	118,98	115,43	122,81	128,62	114,71	103,08	
kurs z dnia rekomendacji	92,60	85,40	90,80	96,00	96,52	92,50	88,00	102,50	111,50	113,10	100,00	

Komercni Banka

rekommendacja	akumuluj
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (CZK)	1000,00
kurs z dnia rekomendacji	906,50

Kruk

rekommendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-09-17	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	292,77	292,77	300,94
kurs z dnia rekomendacji	177,10	187,80	222,20

Kruszwica

rekommendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-10-16	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	43,90	65,40

LC Corp

rekommendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-06-22	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	3,58	3,50	3,74
kurs z dnia rekomendacji	2,55	2,39	2,70	3,10

Lokum Deweloper

rekommendacja	zawieszona	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-12-05	2018-06-22	2018-03-29	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,40	18,80	17,80	18,00

Lotos

rekommendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj
data wydania	2018-11-15	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	59,84	57,21	52,51	52,51	52,81	51,73	51,08	52,67	51,53
kurs z dnia rekomendacji	73,50	69,90	65,86	54,50	55,62	54,60	56,30	57,78	58,48

LPP

rekommendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-10-01	2018-06-18	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	9300,00	10200,00	10200,00	9500,00	9500,00	9500,00	9400,00	9900,00
kurs z dnia rekomendacji	7 730,00	8 625,00	9 025,00	9 260,00	8 900,00	8 620,00	9 790,00	9 990,00

Mangata

rekommendacja	równoważ	niedoważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-10-01	2018-09-13	2018-06-22	2018-03-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	65,40	91,20	90,00	95,60



Millennium

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	redukuj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-11-14	2018-11-05	2018-10-04	2018-08-02	2018-04-06	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	10,10	8,40	8,40	7,00	7,00	7,00
kurs z dnia rekomendacji	9,49	8,85	9,27	9,12	8,35	9,59

MOL

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-11-15	2018-11-05	2018-09-03	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (HUF)	3280,00	3280,00	3296,00	3296,00	2995,00	2954,00	2898,00	3027,00	3152,00
kurs z dnia rekomendacji	3 206,00	3 088,00	3 006,00	2 870,00	2 654,00	2 790,00	2 864,00	2 718,00	3 080,00

Monnari

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-12-05	2018-07-13	2018-05-23
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,75	6,60	7,19

Netia

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2018-11-26	2018-10-01	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	4,70	4,30	4,30	4,30	4,60
kurs z dnia rekomendacji	4,66	4,50	5,00	5,27	5,30

Orange Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-11-26	2018-04-06	2017-12-12
cena docelowa (PLN)	6,40	7,60	7,30
kurs z dnia rekomendacji	4,91	5,83	5,39

OTP Bank

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-06-06	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (HUF)	13046,00	12090,00	12090,00	10901,00
kurs z dnia rekomendacji	11 810,00	10 210,00	11 560,00	10 960,00

PA Nova

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-03-29	2018-02-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,25	22,30	23,30

PBKM

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-10-01	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	66,57	66,40	76,26	76,83	76,00	71,00
kurs z dnia rekomendacji	62,00	57,80	73,00	77,00	73,00	69,60

Prime Car Management

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-08-23	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	15,54	33,00	35,30
kurs z dnia rekomendacji	7,96	12,70	23,60	28,80

Pekao

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-10-04	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	136,29	138,70	157,00
kurs z dnia rekomendacji	113,25	107,20	135,90

Pfleiderer Group

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-09-28	2018-08-08	2018-04-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	36,45	37,30	37,30

PGE

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-11-29	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	14,82	13,60	12,89	12,61	13,30
kurs z dnia rekomendacji	11,47	9,28	9,81	10,28	11,87

PGNIG

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-11-05	2018-09-03	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	7,72	7,86	8,28	8,17	7,96	7,51	7,65
kurs z dnia rekomendacji	6,35	5,82	5,53	6,20	5,71	5,98	6,58

PKN Orlen

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-11-15	2018-11-05	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	81,52	81,38	81,38	76,84	76,84	76,73	76,89	80,55	82,84
kurs z dnia rekomendacji	97,80	93,50	98,24	93,06	82,50	82,30	89,52	95,20	107,90

PKO BP

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	45,00	47,00	47,00	38,00	38,00	38,00
kurs z dnia rekomendacji	41,96	40,39	42,55	39,74	42,20	45,66

Play

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-11-26	2018-10-17	2018-08-30	2018-07-03	2018-04-06	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	21,30	21,50	22,60	23,50	30,93	34,70
kurs z dnia rekomendacji	16,54	17,14	21,90	24,88	32,70	33,20

Polnord

rekomendacja	zawieszona	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-06-22	2018-02-02	2017-12-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	9,77	9,04	10,50	8,70

Polwax

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-09-14	2018-05-09	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	-	16,69	18,80	20,56
kurs z dnia rekomendacji	7,70	7,80	11,05	11,95

Pozbud

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-09-04
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	3,57

PZU

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-02	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	46,50	47,50	47,50	50,58	50,58	51,83
kurs z dnia rekomendacji	43,80	40,60	42,00	41,55	44,17	45,00

Ronson

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-12-05	2018-06-22	2018-04-03	2018-03-29	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,84	1,09	1,32	1,32	1,45

Santander Bank Polska

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04	2018-09-03	2018-03-05	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	400,00	400,00	400,00	430,00	430,00	430,00
kurs z dnia rekomendacji	364,80	353,80	367,00	376,00	357,80	420,00

Skarbiec Holding

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-08-31	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	31,36	31,02	36,86	56,30
kurs z dnia rekomendacji	23,50	21,70	25,30	30,60

Stelmet

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-11-05	2018-09-03	2018-07-04	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	7,72	20,45	20,24	26,48	27,72	28,37
kurs z dnia rekomendacji	7,50	11,35	10,70	14,75	17,15	19,20

Tarczyński

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-05-30	2018-01-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,50	14,50	13,05

Tauron

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-11-29	2018-09-03	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	3,06	2,77	2,76	2,73	2,98	3,38
kurs z dnia rekomendacji	2,21	2,00	2,01	2,38	2,69	3,08

TIM

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	7,48

Torpol

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-09-27	2018-05-28	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,60	5,18	6,40	7,50	7,98	8,16

Trakcja

rekomendacja	zawieszona	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-09-27	2018-05-18	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,75	3,47	3,65	6,75	7,24	7,56

TXM

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-10-16	2018-07-04	2018-05-09	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	3,48	5,44	5,41
kurs z dnia rekomendacji	0,59	1,28	2,10	2,36

Ulma

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-05-28	2018-03-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	72,00	73,00	66,50

Unibep

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-12-05	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	-	10,10	10,80	10,80
kurs z dnia rekomendacji	4,81	7,50	8,60	9,76



VRG

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-11-08	2018-05-23	2018-02-02	2018-01-19	2017-12-13
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,83	4,06	4,79	5,16	4,34	4,36

Wasko

rekomendacja	zawieszona	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-12-05	2018-05-30	2018-03-28	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,27	1,68	2,25	2,24

Wirtualna Polska

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-12-05	2018-09-03	2018-08-02	2018-04-24	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	61,50	60,00	60,00	60,00	56,40	56,10	53,00
kurs z dnia rekomendacji	52,20	57,00	49,00	54,00	52,20	51,80	48,20

ZUE

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-09-27	2018-05-28	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,64	5,56	5,86	6,12	6,18	6,44

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz**Kamil Kliszczyk**

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak

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

Michał Konarski

+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Aleksandra Szklarczyk

+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski

+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk

+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy****Piotr Gawron**

dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek

+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec

+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski

+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop

+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski

+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak

+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik

+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne**Marzena Łempicka-Wilim**

wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski

+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**Kamil Szymański**

dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak

wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl