

środa, 7 maja 2013 | opracowanie cykliczne

## Przegląd miesięczny: maj 2014

### Rynek akcji, makroekonomia

#### Rynek akcji

Obecna konsolidacja na S&P500 czy DAX powinna zakończyć się powrotem indeksów do trendów wzrostowych, a sygnałem dla rynków mogłoby być QE w wykonaniu europejskim ze strony ECB. W Polsce wraca temat OFE, ewentualne przeceny powinny wykorzystać się do kupna akcji.

#### Ze spółek

##### Finanse

W kwietniu indeks WIG Banki stracił 2,3% (w USD) wobec spadku indeksu MSCI EM Financials na poziomie 4,1% (w USD). Na tle sektora znacznie lepiej zaprezentował się Getin Noble Bank (+13,0%) oraz ING BSK (+0,2%). W maju oczekujemy dobrych wyników Kruka i PZU oraz słabszych Banku Pekao. W regionie oczekujemy słabych wyników OTP Banku, gdzie sytuacja na Ukrainie może wywrzeć negatywny wpływ na saldo rezerw.

##### Paliwa

Przez cały kwiecień marże rafinerijne utrzymywały się na bardzo wysokich poziomach, ale rynek podchodził do tych odczytów z dużym sceptycyzmem i nie przełożyły się one wyraźnie na notowania spółek. Oczekujemy, że zostanie to nadrobione w tym miesiącu.

##### Energetyka

Po ostatnich wzrostach obniżamy rekomendacje dla PGE do sprzedaj, a CEZ do redukuj. Nie widzimy uzasadnienia dla kupowania spółek z dużą ekspozycją na segment wytwarzania. Pozytywne zalecenia utrzymujemy natomiast dla Enei i Tauronu.

##### Telekomunikacja, media, IT

Widzimy potencjał do spadku w przypadku Orange Polska i Agory. W krótkim terminie inwestorzy mogą dyskutować także słabe wyniki oglądalności TVN za kwiecień. Wysokie dywidendy w przypadku ABC Data i Asseco Poland powinny być wsparciem w krótkim terminie dla notowań pomimo niskich prognoz wyników za 1Q'14.

##### Górnictwo i metale

Zapasy miedzi spadły do najniższego poziomu od 2008 roku, ceny miedzi powinny pozytywnie reagować na oczekiwany przez nas dalszy ich spadek. Pozytywne momentum dla KGHM. Spółki węglowe nadal borykają się z niskimi cenami surowca, brak przesłanek do odwrócenia trendu w krótkim okresie.

##### Przemysł

Najciekawszymi kandydatami do portfela naszym zdaniem są Amica, Berling, Libet, Fasing, Mercor, Ferro, Relpol, Ergis, Kruszewica, PKM Duda, Hydrotor, Tarczyński i Vistal. Unikalibyśmy akcji spółek Apator, Alchemia, ZM Kania, Rovese oraz Radpol. Obecnie śledzone przez nas spółki przemysłowe notowane są ze wskaźnikami P/E'14 11,6x oraz EV/EBITDA'14 7,5x. Poziomy te implikują 16-28% dyskonto do wskaźników indeksów MSCI Industrials dla Europy i dla świata.

##### Budownictwo

Statystyki GUS potwierdzają silne ożywienie w branży budowlanej na początku roku, jednak nie we wszystkich spółkach zobaczymy to w wynikach 1Q'14. Naszymi faworytami na maj są Unibep oraz Elektrotim. Liczymy także na odreagowanie kursów Elektrobudowy i Herkulesa po kwietniowych spadkach.

##### Deweloperzy

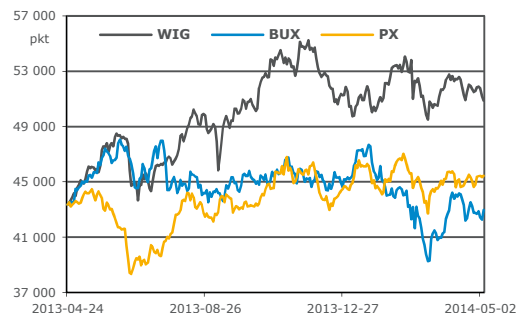
Otoczenie rynkowe deweloperów pozostaje korzystne: niska inflacja nie stwarzająca presji na wzrost stóp procentowych, silny popyt na mieszkania i nieruchomości komercyjne. Po kilkunastoprocentowym spadku kursu w kwietniu, zwracamy uwagę na Capital Park i Dom Development.

##### Inne

Work Service wykazuje duży potencjał wzrostowy. Spółka jest notowana z istotnym dyskontem na P/E'14.

WIG ..... 50 874  
Średnie P/E 2014 ..... 10,9  
Średnie P/E 2015 ..... 13,3  
Średni dzienny obrót (3 m-ce) .. 869 mln PLN

#### WIG na tle indeksów w regionie



#### Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
Agora	Redukuj	▼
BZ WBK	Trzymaj	▲
CEZ	Redukuj	▼
Dom Development	Kupuj	▲
PGE	Sprzedaj	▼
Rovese	Redukuj	▲

#### Departament Analiz:

Michał Marczak  
+48 22 697 47 38  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)

Kamil Kliszcz  
+48 22 697 47 06  
[kamil.kliszcz@mdm.pl](mailto:kamil.kliszcz@mdm.pl)

Michał Konarski  
+48 22 697 47 37  
[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)

Jakub Szkopek  
+48 22 697 47 40  
[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)

Paweł Szpigiel  
+48 22 697 49 64  
[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.pl)

Piotr Zybala  
+48 22 697 47 01  
[piotr.zybala@mdm.pl](mailto:piotr.zybala@mdm.pl)

## Spis treści

<b>1. Rynek akcji</b>	<b>4</b>
<b>2. Makroekonomia</b>	<b>5</b>
<b>3. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku</b>	<b>8</b>
<b>4. Statystyki rekomendacji</b>	<b>9</b>
<b>5. Banki</b>	<b>10</b>
5.1. BZ WBK	12
5.2. Getin Noble Bank	13
5.3. Handlowy	14
5.4. ING BSK	15
5.5. Millennium	16
5.6. Pekao	17
5.7. PKO BP	18
5.8. Komerčni Banka	19
5.9. Erste Bank	20
5.10. RBI	21
5.11. OTP Bank	22
<b>6. Ubezpieczyciele</b>	<b>23</b>
6.1. PZU	23
<b>7. Usługi finansowe</b>	<b>24</b>
7.1. Kruk	24
<b>8. Paliwa, chemia</b>	<b>25</b>
8.1. Ciech	26
8.2. Lotos	27
8.3. MOL	28
8.4. PGNiG	29
8.5. PKN Orlen	30
<b>9. Energetyka</b>	<b>31</b>
9.1. CEZ	32
9.2. Enea	33
9.3. Energa	34
9.4. PGE	35
9.5. Tauron	36
<b>10. Telekomunikacja</b>	<b>37</b>
10.1. Orange Polska	38
<b>11. Media</b>	<b>39</b>
11.1. Agora	40
11.2. Cyfrowy Polsat	41
11.3. Global City Holdings	42
11.4. TVN	43
<b>12. IT</b>	<b>44</b>
12.1. ABC Data	44
12.2. Asseco Poland	45
<b>13. Górnictwo i metale</b>	<b>46</b>
13.1. JSW	46
13.2. KGHM	47
13.3. LW Bogdanka	48
<b>14. Przemysł</b>	<b>49</b>
14.1. Alchemia	51
14.2. Astarta	52
14.3. Boryszew	54
14.4. Famur	55
14.5. Impexmetal	56
14.6. Kernel	57
14.7. Kęty	58
14.8. Kopex	60
14.9. Rovese	61
14.10. Tarczyński	62
14.11. Vistal	63
<b>15. Budownictwo</b>	<b>64</b>
15.1. Budimex	65
15.2. Elektrobudowa	66
15.3. Erbud	67
15.4. Unibep	68

<b>16. Deweloperzy .....</b>	<b>69</b>
16.1. Capital Park .....	71
16.2. Dom Development .....	72
16.3. Echo Investment .....	73
16.4. GTC .....	74
16.5. Robyg .....	75
<b>17. Inne .....</b>	<b>76</b>
17.1. Work Service .....	76

## Rynek akcji

Spowolnienie gospodarcze obserwowane zarówno na głównych rynkach bazowych, jak również w Polsce jest nieco silniejsze niż wcześniej oczekiwano. Również, obserwowane właśnie wychodzenie gospodarek ze spowolnienia może przebiegać po bardziej płaskiej trajektorii niż jeszcze wydawało się kilka tygodni temu. Nie zmienia to jednak faktu, że momentum makro znów poprawia się, co potwierdzają wskaźniki wyprzedzające ISM/PMI. Polska bardziej niż kraje zachodnie dotknięta jest sytuacją na Wschodzie i znajduje się w opóźnionej fazie minicyklu (nadal słaby PMI), tym niemniej prognozy makroekonomistów na kolejne kwartały wskazują na poprawę dynamiki wzrostu (komponent wewnętrzny jest relatywnie silny, banki zwiększają akcję kredytową dla przedsiębiorstw). Biorąc pod uwagę, że w ostatnich tygodniach inwestorzy dostawali słabsze niż oczekiwano dane makro, a konflikt ukraiński przybrał bardziej drastyczną formę, uważamy że rynki akcji przetrwały ten okres w dobrej kondycji. Obecna konsolidacja, która na S&P500 czy DAX trwa od stycznia zakończy się powrotem indeksów do trendów wzrostowych. Sygnałem dla rynków mogłoby być – oczekiwane przez część inwestorów – QE w wykonaniu europejskim ogłoszone przez ECB. Sprzyja temu nadal słaby wzrost, bardzo niska inflacja oraz narastający problem silnego euro. W Polsce wraz z upływem kolejnych tygodni, w trakcie których ubezpieczeni w OFE będą deklarować czy pozostaną w prywatnym filarze i jednocześnie nadal niskim odsetkiem na „tak” (prawdopodobnie gros deklaracji będzie składana w ostatnich tygodniach, tj. w 2H czerwca, lipcu), zmieniność rynku i negatywne reakcje mogą powodować przeceny rynku. Według naszej oceny, nawet jeżeli tylko 5% osób pozostanie w OFE, a zarządzający nie podejmą decyzji o strategicznej zmianie alokacji w akcje, fundusze nie powinny wywoływać dodatkowej, istotnej dla rynku podaży akcji. Pomimo dobrego wykonania budżetu do wakacji może uaktywnić się Skarb Państwa sprzedając znaczące pakiety akcji. Oznacza to potencjalną podaż na którejs z grupy spółek: PGE (1,8 mld PLN), PZU (3,8 mld PLN), PKO BP (3,2 mld PLN).

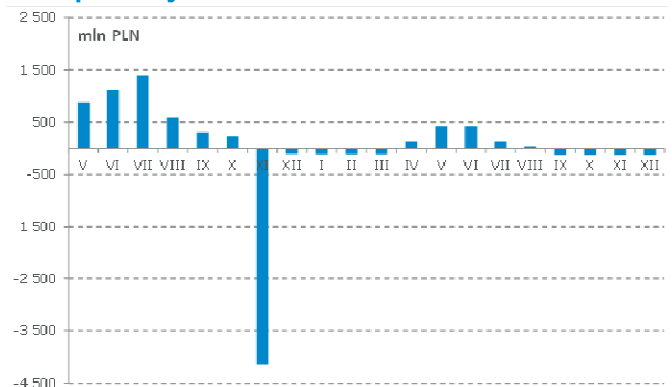
### Rozpoczęło się składanie deklaracji – OFE czy ZUS?

Od 1 kwietnia ubezpieczeni decydują, czy w przyszłości część (2,92% miesięcznie) ich wynagrodzeń trafi do OFE czy do ZUS. W kwietniu zaledwie 61 tys. osób z ok. 13 mln ubezpieczonych (0,5%) zadeklarowało chęć pozostanie w OFE. Czas na składanie deklaracji mija z końcem lipca. Wydaje nam się, że tradycyjnie Polacy odkładają tego typu decyzje na ostatnią chwilę (potwierdza to przypadek rozliczeń z Urzędem Skarbowym), dlatego jest zbyt wcześnie, aby na podstawie jednego miesiąca stawiać jednoznaczne wnioski. Tym niemniej mały odsetek w kolejnych tygodniach (mają raczej nie zmienić tu wiele) może uruchomić obawy, że założenia na poziomie 15% osób pozostających w OFE były zbyt optymistyczne. Podobnie jak miało to miejsce kilka miesięcy temu, reakcje inwestorów – szczególnie zagranicznych – mogą wywoływać silniejsze lokalne przeceny akcji.

OFE jako siła zakupowa na GPW to oczywiście historia, z którą inwestorzy mogli się oswoić przez ostatnie miesiące. Otwartą kwestia pozostaje, czy OFE będą stanowiły znaczący z punktu widzenia rynku element podaży. Mechanizm sprzedaży akcji mogą uruchamiać dwa czynniki:

konieczność sprzedaży aktywów wynikająca z odpływu aktywów (wpływy niższe niż transfery do ZUS) lub gdy zarządzający podejmą decyzję o zmniejszeniu alokacji w akcje. W drugim przypadku, alokacja waha się obecnie między 80 a 87%, przy czym minimalny limit wyznaczony przez ustawę zakłada próg 75%. W przyszłym roku próg zostanie obniżony do 55%. W pozytywnym scenariuszu wzrostu gospodarczego PKB w Polsce (ok. 3% w br. i ponad 4% w przyszłym) uważamy, że taka decyzja nie zostanie podjęta.

### Szacunkowy bilans łącznych napływów/odpływów (z dywidendami, odsetkami) w OFE w rozbiciu miesięcznym w 2014 i 2015 – przy założeniu, że 5% osób pozostaje w OFE



Źródło: mDom Maklerski

W przypadku bilansu przepływów, według naszych szacunków nawet przy założeniu, że tylko 5% osób pozostanie w OFE nie spodziewamy się znaczącej podaży akcji ze strony OFE. Taką tezę stawiamy przy następujących założeniach: 1) do lipca OFE dostają średnio 850 mln PLN składki miesięcznie z ZUS; 2) od sierpnia składka spada do 43 mln PLN miesięcznie (5% osób zostaje w OFE); 3) w 2014 roku fundusze dostają 1,44 mld PLN gotówki z tytułu dywidend (założenie; DY brutto dla WIG – 3,75%, udział OFE 17%, kumulacja wypłat czerwiec-wrzesień) oraz 440 mln PLN z tytułu odsetek od papierów komercyjnych; 4) w listopadzie w ramach „suwaka” OFE przekazują do ZUS 4,2 mld PLN, w kolejnych miesiącach „suwak” zabiera do ZUS ok. 190 mln PLN miesięcznie (łącznie 4,4 mld PLN w 2014 i 2,3 mld PLN w całym 2015 roku). Przy takich założeniach od maja do końca br. OFE zanotują łącznie napływ środków w wysokości 100 mln PLN, a w roku 2015 napływ w kwocie ok. 200 mln PLN. Przy istotnie zmniejszonej składce z ZUS głównym źródłem nowej gotówki stają się dywidendy i odsetki. Bez uwzględnienia tych dwóch źródeł w roku 2014 fundusze zanotowałyby odpływ środków w kwocie 1,6 mld PLN, a w roku przyszłym 1,78 mld PLN. Scenariusz 5% traktujemy obecnie jako konserwatywny, ale przyjmujemy go jako wariant bazowy. W scenariuszu optymistycznym, tj. że w OFE pozostaje 15% osób (wartości składki), łączne wpływy (z dywidendami i odsetkami) w 2014 roku szacujemy na 530 mln PLN, a w roku 2015 na 1,2 mld PLN.

W scenariuszu bazowym (5%) zmiany w OFE mogą prowadzić do większej presji ze strony funduszy na spółki do wypłaty dywidend – szczególnie tam gdzie OFE mają dominujący lub istotny udział w kapitale (m.in.: LW Bogdanka, Grupa Kęty, Elektrobudowa, Asseco Poland, Netia, Amica, ACE, Ferro, Forte, Seco Warwick, Radpol, Zetkama, Apator) nawet kosztem wzrostu ich zadłużenia. Inna konsekwencją jest to, że napływy/odpływy

koncentrują się w różnych okresach, co również może mieć przełożenie na rynek akcji. Od 2015 roku napływy będą koncentrowały się w okresie letnim, w pozostałych miesiącach fundusze będą notowały stały odpływ gotówki. W roku 2014 do końca wakacji fundusze zanotują jeszcze wysokie napływy (łącznie blisko 4 mld PLN), a w listopadzie oddadzą do ZUS ponad 4 mld PLN.

### **Po słabym 1Q sytuacja gospodarcza w USA poprawia się, polityka FED bez zmian**

Po słabym pierwszym kwartale (efekt m.in. wyjątkowo mroźnej zimy) roku sytuacja gospodarcza w USA poprawia się, co potwierdzają m.in. wskaźniki wyprzedzające. W poprzednim miesiącu ISM w przemyśle wzrósł do 54,9 pkt (poprzednio 53,7). Również subindeksy wskaźnika – ze szczególnym uwzględnieniem nowych zamówień (55,1 pkt) wskazują na kontynuację ożywienia w kolejnych okresach. Ożywienie będzie kontynuowane, przy czym oczekiwany przez FED wzrost PKB wyznaczony na poziomie +3% r/r po zaledwie 0,1% wzroście q/q w pierwszych trzech miesiącach roku będzie bardzo trudny do osiągnięcia. Obecnie gospodarkę amerykańską nadal może spowalniać sytuacja zewnętrzna (wysoki poziom wskaźnika Conference Board

-82,3; od początku roku z miesiąca na miesiąc poprawiające się dane o sprzedaży detalicznej z bardzo dobrym marcem wskazują na dosyć silny komponent wewnętrzny, nadal rozczarowuje wolno odradzający się rynek nieruchomości i poziom inwestycji prywatnych), tj. przede wszystkim spowolnienie w Chinach oraz nadal niestabilna sytuacja w Europie związana z konfliktem Rosja-Ukraina (ryzyko nałożenia na Rosję sankcji ekonomicznych). Widać to m.in. w słabych danych o eksporcie netto w 1Q'14 (-0,83 p.p. z dynamiki). Takie otoczenie będzie powodowało, że oczekiwane przez część inwestorów wcześniejsze podwyżki (w ostatnich tygodniach zaczęły pojawiać się pozytywne zaskoczenia makro: rynek pracy, sprzedaż detaliczna) stóp procentowych (konsensus zakłada przełom 2 i 3 kwartału 2015) nie powinny się wydarzyć. Nadal w scenariuszu bazowym należy oczekiwać dalszego zmniejszania programu skupu aktywów – jak to miało miejsce na ostatnim posiedzeniu FOMC (redukcja o kolejne 10 mld USD, do 45 mld miesięcznie).

Michał Marczak  
tel. +48 22 697 47 38  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie Miesięcznym:**

**Agora**

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2014-01-15	2014-05-07
kurs z dnia rekomendacji	9,10	10,15
WIG w dniu rekomendacji	50605,74	50873,54

**BZ WBK**

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2014-01-15	2014-03-06	2014-05-07
kurs z dnia rekomendacji	380,40	422,00	362,00
WIG w dniu rekomendacji	50605,74	52216,05	50873,54

**CEZ**

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2013-09-09	2013-10-04	2013-11-06	2014-01-15	2014-05-07
kurs z dnia rekomendacji	76,90	78,85	88,20	77,31	91,00
WIG w dniu rekomendacji	46717,04	50982,03	53504,47	50605,74	50873,54

**Dom Development**

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2014-01-15	2014-01-21	2014-05-07
kurs z dnia rekomendacji	49,40	52,50	44,50
WIG w dniu rekomendacji	50605,74	50917,69	50873,54

**PGE**

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj	Sprzedaj
data wydania	2014-01-15	2014-03-06	2014-05-07
kurs z dnia rekomendacji	16,55	18,35	20,30
WIG w dniu rekomendacji	50605,74	52216,05	50873,54

**Rovese**

rekomendacja	Sprzedaj	Redukuj	Sprzedaj	Redukuj
data wydania	2014-01-15	2014-03-06	2014-04-04	2014-05-07
kurs z dnia rekomendacji	2,05	1,92	1,53	1,33
WIG w dniu rekomendacji	50605,74	52216,05	52376,18	50873,54

**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 księgową

**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 księgową) - 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

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.**

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 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wylimitowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku 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.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Energa, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Opono, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Opono, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Kęty, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Opono, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen, Roby, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Tarczyński, Capital Park, Vistal. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A. (dawniej TP S.A.).

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez Dom Maklerski mBanku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmiennione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 8 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 9 niniejszego opracowania.

W związku z powyższym - w ocenie Domu Maklerskiego mBanku S.A. - Przegląd Miesięczny nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**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.

Michał Marczak  
członek zarządu  
tel. +48 22 697 47 38  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)  
strategia, surowce, metale

#### Departament analiz:

Kamil Kliszcz  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 47 06  
[kamil.klischcz@mdm.pl](mailto:kamil.klischcz@mdm.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski  
tel. +48 22 697 47 37  
[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)  
banki

Jakub Szkopek  
tel. +48 22 697 47 40  
[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)  
przemysł

Paweł Szpigiel  
tel. +48 22 697 49 64  
[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala  
tel. +48 22 697 47 01  
[piotr.zybala@mdm.pl](mailto:piotr.zybala@mdm.pl)  
budownictwo, deweloperzy

#### Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Dudziński  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 22  
[piotr.dudzinski@mdm.pl](mailto:piotr.dudzinski@mdm.pl)

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[marzena.lempicka@mdm.pl](mailto:marzena.lempicka@mdm.pl)

#### Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz  
tel. +48 22 697 48 47  
[matthias.falkiewicz@mdm.pl](mailto:matthias.falkiewicz@mdm.pl)

#### Maklerzy:

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

Michał Jakubowski  
tel. +48 22 697 47 44  
[michal.jakubowski@mdm.pl](mailto:michal.jakubowski@mdm.pl)

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

Szymon Kubka, CFA, PRM  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mdm.pl](mailto:szymon.kubka@mdm.pl)

Anna Łagowska  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mdm.pl](mailto:anna.lagowska@mdm.pl)

Paweł Majewski  
tel. +48 22 697 49 68  
[pawel.majewski@mdm.pl](mailto:pawel.majewski@mdm.pl)

Adam Mizera  
tel. +48 22 697 48 76  
[adam.mizera@mdm.pl](mailto:adam.mizera@mdm.pl)

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

Michał Roźmiej  
tel. +48 22 697 49 85  
[michal.rozmiej@mdm.pl](mailto:michal.rozmiej@mdm.pl)

#### Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak  
dyrektor biura aktywnej sprzedaży  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mdm.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mdm.pl)

Dom Maklerski mBanku S.A.  
ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa  
[www.mDomMaklerski.pl](http://www.mDomMaklerski.pl)