

piątek, 1 września 2017 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: wrzesień 2017

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji. Inwestorzy będą koncentrowali się na pozytywnym momentum makro w światowej gospodarce, co przy słabnących oczekiwaniach dotyczących przyspieszenia tempa zacieśniania monetarnego jak na razie ryzyka polityczne spycha na drugi plan.

Ze spółek

Finanse

We wrześniu oczekujemy wznowienia prac komisji finansów nad ustawą spreadową oraz rozpoczęciem prac nad nową ustawą CHF z Kancelarii Prezydenta RP. Ustawa o restrukturyzacji CHF ma znaczące szanse na wejście w życie i może trwale obniżyć rentowność sektora. Z wyjątkiem BZW, zalecamy niedoważanie banków z ekspozycją na CHF oraz przeważanie ALR, PEO, PZU i KOMB. Dobre wyniki EBS i OTP są już w pełni wycenione.

Chemia

Spółki chemiczne mogłyby skorzystać na osłabieniu USD do EUR. Naszym zdaniem najbardziej atrakcyjny wydaje się Ciec. W krótkim terminie Synthos może być beneficjentem ograniczenia dostaw kaucuków naturalnych do Chin oraz odbicia notowań butadienu.

Paliwa

Zaskakująco mocne otoczenie makro w rafinerii i petrochemii w ujęciu YTD zmusza nas do rewizji w górę prognoz dla LTS, PKN i MOL, aczkolwiek utrzymujemy sceptyczne nastawienie do sektora w średnim terminie. Nadal uważamy, że w przeddzień liberalizacji rynku i potencjalnych akwizycji na szelfie norweskim atrakcyjniej wygląda PGNiG.

Energetyka

Po ostatnich dynamicznych wzrostach przyjmujemy już neutralne nastawienie do polskiego sektora energetycznego, szczególnie że dość niepokojąco wyglądają kwotowania energii w kontrakcie rocznym na TGE. Dobrą alternatywą są naszym zdaniem akcje CEZ, który korzysta na wzroście cen CO₂ napędzających notowania energii w Niemczech.

Telekomunikacja, media, IT

Podtrzymujemy nasze niekonsensusowe, pozytywne podejście do OPL. Widzimy potencjał do dalszych wzrostów, pomimo umocnienia się notowań telekomu o 30% w ciągu ostatnich 3 miesięcy. Z kolei liczymy na spadek kursu CPS, przed słabymi wynikami za 3Q'17 i niskim DYield. W mediach naszych faworytem jest AGO, a w IT – ASE. Po znacznym spadku notowań w ostatnich tygodniach wykazujemy neutralne podejście do ACP.

Przemysł, metale

Jak na razie naszym zdaniem polskie spółki przemysłowe prezentują słabe wyniki finansowe za 2Q'17. Szansę na wzrost wartości spostrzegamy w EGS, FMF, KER, PFL oraz STL, unikalibyśmy BRS oraz FTE. Z uwagi na rosnące ryzyko korekty na metalach obniżamy rekomendację dla KGHM (do trzymaj).

Budownictwo

Po silnej korekcie kursów w VII i słabym sezonie wyników w okresie VIII-IX, spółki budowlane są notowane na atrakcyjnych wskaźnikach, z około 10% dyskontem do europejskiej średniej. Na słabych wynikach 2Q zalecamy doważenie sektora przed spodziewaną poprawą wyników w 2H'17.

Deweloperzy

Wyceny deweloperów mieszkaniowych pozostają niskie, a w obliczu sprzyjającej koniunktury rynkowej spółki wciąż mają potencjał do pozytywnych zaskoczeń. Podtrzymujemy przeważanie spółek z sektora.

Handel

Dobra kondycja konsumenta oraz deprecjacja EURPLN sprzyjają wynikom spółek handlowych. Wysokie tempo poprawy rezultatów r/r oraz pozytywny wpływ deprecjacji USDPLN wydają się być zdyskontowane przez wyceny LPP. Naszym zdaniem największy potencjał do wzrostu mają EUR, CCC oraz EAT.

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	64 974	+3,8%	+26%
ATX	3 233	+0,5%	+26%
BUX	38 092	+6,5%	+19%
PX	1 022	+1,3%	+16%
Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 516	+6,0%	+31%
mWIG40	4 908	-0,0%	+19%
sWIG80	15 569	-0,0%	+12%
Banki	7 609	-0,5%	+21%
Budownictwo	3 262	-1,1%	+14%
Chemia	15 364	+3,7%	+12%
Energia	3 529	+5,6%	+38%
Górnictwo	4 923	+7,9%	+40%
Informatyka	2 111	-1,8%	-2%
Media	5 171	-1,2%	+13%
Nieruchomości	2 149	+2,4%	+17%
Odzież	7 154	+16,4%	+38%
Paliwa	7 805	+9,5%	+38%
Spożywczy	4 152	-6,0%	-0%
Telekomunikacja	772	+3,4%	+6%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
AmRest	kupuj ▲	422,00 PLN ▲
Atal	akumuluj ►	45,00 PLN ▲
BZ WBK	akumuluj ▲	400,10 PLN ▲
CCC	akumuluj ▲	294,00 PLN ▲
CD Projekt	sprzedaj ►	59,90 PLN ▲
CEZ	akumuluj ►	468,78 CZK ▲
Ciech	kupuj ►	77,07 PLN ▼
Comarch	trzymaj ►	195,00 PLN ▼
Dom Dev.	kupuj ▲	101,10 PLN ▲
Echo Inv.	kupuj ▲	6,64 PLN ►
Elektrobudowa	kupuj ►	134,00 PLN ▼
Enea	trzymaj ►	15,23 PLN ▲
Energia	trzymaj ▼	13,50 PLN ▲
Erbud	kupuj ▲	31,30 PLN ▼
Eurocash	kupuj ►	47,60 PLN ▲
Famur	kupuj ►	6,84 PLN ▼
Getin Noble Bank	trzymaj ►	1,27 PLN ▼
Grupa Azoty	trzymaj ►	69,60 PLN ▼
Jeronimo Martins	trzymaj ►	17,10 EUR ▲
Kernel	akumuluj ►	71,74 PLN ▼
Kęty	trzymaj ►	414,09 PLN ▲
KGHM	trzymaj ▼	130,96 PLN ▼
Komercni Banka	akumuluj ►	1111,00 CZK ▲
Kruk	redukuj ►	308,06 PLN ▲
Lotos	sprzedaj ►	48,25 PLN ▲
LPP	trzymaj ▼	8800 PLN ▲
MOL	trzymaj ▲	22920 HUF ▲
Netia	trzymaj ▼	4,00 PLN ▼
OTP Bank	trzymaj ▼	10901 HUF ▲
PBKM	kupuj ▲	63,90 PLN ▼
PGE	trzymaj ▼	14,98 PLN ▲
PGNiG	akumuluj ►	7,57 PLN ▲
PKN Orlen	sprzedaj ►	81,50 PLN ▲
Polwax	kupuj ►	20,53 PLN ▼
PZU	akumuluj ▼	51,83 PLN ►
Robyg	kupuj ►	4,25 PLN ▼
Stelmet	kupuj ►	28,94 PLN ▼
Synthos	trzymaj ▲	4,39 PLN ▲
Tauron	trzymaj ►	3,89 PLN ▲
TXM	kupuj ►	6,10 PLN ▼
Unibep	kupuj ▲	15,40 PLN ▲
Wirtualna Polska	akumuluj ►	53,00 PLN ▼

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	5
3. Prognozy i rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku na tle konsensusu	8
4. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	10
5. Statystyki rekomendacji	12
6. Kalendarium wydarzeń	13
7. Makroekonomia	14
8. Finanse	16
8.1. Alior Bank	16
8.2. BZ WBK	17
8.3. Getin Noble Bank	18
8.4. Handlowy	19
8.5. ING BSK	20
8.6. Millennium	21
8.7. Pekao	22
8.8. PKO BP	23
8.9. Komerční Banka	24
8.10. Erste Bank	25
8.11. OTP Bank	26
8.12. PZU	27
8.13. Kruk	28
8.14. Prime Car Management	29
8.15. Skarbiec Holding	30
9. Chemia	31
9.1. Ciech	31
9.2. Grupa Azoty	32
9.3. Polwax	33
9.4. Synthos	34
10. Paliwa	35
10.1. Lotos	35
10.2. MOL	36
10.3. PGNiG	37
10.4. PKN Orlen	38
11. Energetyka	39
11.1. CEZ	39
11.2. Enea	40
11.3. Energa	41
11.4. PGE	42
11.5. Tauron	43
12. Telekomunikacja, media, IT	44
12.1. Netia	44
12.2. Orange Polska	45
12.3. Agora	46
12.4. Cyfrowy Polsat	47
12.5. Wirtualna Polska	48
12.6. Asseco Poland	49
12.7. CD Projekt	50
12.8. Comarch	51
13. Przemysł, metale	52
13.1. Famur	52
13.2. Grupa Kęty	53
13.3. Kernel	54
13.4. KGHM	55
13.5. Stelmet	56
14. Budownictwo	57
14.1. Budimex	57
14.2. Elektrobudowa	58
14.3. Erbud	59
14.4. Unibep	60
15. Deweloperzy	61
15.1. Atal	61
15.2. Capital Park	62
15.3. Dom Development	63
15.4. Echo Investment	64
15.5. GTC	65
15.6. Robyng	66
16. Handel	67
16.1. AmRest	67
16.2. CCC	68
16.3. Eurocash	69
16.4. Jeronimo Martins	70
16.5. LPP	71
16.6. TXM	72
17. Inne	73
17.1. PBKM	73

Rynek akcji

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji. W sierpniu, pomimo wysokich wskaźników wyceny akcji, negatywne informacje ze świata polityki (zaostrenie konfliktu z Koreą Północną, kolejne odejścia doradców ekonomicznych Trumpa odpowiedzialnych za reformę podatkową) nie zmieniły pozytywnego sentymentu na rynku akcji. Indeksy bazowe (DAX, CAC, FTSE, NIKKEI) pozostają w „spokojnej” korekcie (3-7% od maksimów z maja-czerwca), S&P500 zaledwie 1% poniżej historycznego szczytu, a rynki wschodzące utrzymują silny trend wzrostowy – domykając lukę na wskaźnikach wyceny vs. rynki rozwinięte. Ostatnie dane potwierdzają, że utrzymuje się solidny wzrost światowej gospodarki, a perspektywa kolejnych miesięcy jest również pozytywna. Przy rozczarowujących danych o inflacji pozwala to utrzymać scenariusz zakładający powolną ścieżkę normalizacji polityki monetarnej głównych banków centralnych, co powinno podtrzymać efekt wpływu „easy money” na wzrost cen aktywów. Na obecną chwilę, jeżeli nie pojawią się nowe informacje makro lub z obszaru polityki istotnie zaskakujące rynki, trudno zakładać odwrócenie tego trendu. Zbliżające się wybory parlamentarne w Niemczech (24 września) nie będą dla rynków czynnikiem ryzyka. Biorąc pod uwagę poziom wycen i DY, w najbliższych tygodniach akcje europejskie powinny zachowywać się lepiej niż indeksy amerykańskie.

Zgodnie z oczekiwaniami światowy wzrost gospodarczy przyspiesza...

Sierpniowe odczyty danych w USA potwierdzają powrót do szybszej dynamiki wzrostu gospodarki, której pomaga osłabiający się USD (do koszyka -10% YTD) oraz ponownie spadające rynkowe stopy procentowe (wpływ na oprocentowanie kredytów hipotecznych, a w efekcie konsumpcję). Według zrewidowanych danych realny PKB w 2Q wzrósł o 3% (poprzedni odczyt +2,6%). Widać wyraźne ożywienie w inwestycjach i konsumpcji prywatnej, której sprzyja sytuacja na rynku pracy (tu dane o nowych miejscach pracy czy stopie bezrobocia nadal pozytywnie zaskakują inwestorów). W dalszym ciągu gospodarka tworzy więcej miejsc pracy (średniomiesięcznie ponad 150 tys.) niż pozyskuje nowej siły roboczej, co wcześniej czy później będzie wpływać na presję płacową. Pomimo „syjącej się” reformy podatkowej i problemów kadrowych administracji Trumpa (odejście kolejnych doradców ekonomicznych), wskaźnik sentymentu konsumentów w USA (Conference Board) wzrósł do 122,9 pkt (120,0 poprzednio), co zapowiada dobre dane o konsumpcji w kolejnych miesiącach.

Pomimo silnego EUR (+9% w ciągu minionych trzech miesięcy), również koniunktura w Europie poprawia się. W sierpniu PMI w przemyśle (głównie za sprawą Niemiec i Francji) wzrósł do 57,4 z 56,6 pkt (zagregowany wskaźnik koniunktury na poziomie 55,7 pkt). Co ciekawe, pomimo aprecjacji waluty zamówienia w przemyśle osiągają poziomy najwyższe od kilku lat, czemu sprzyja przede wszystkim silny popyt wewnętrzny (ale również dobra koniunktura na rynkach światowych). Szybko rosną zaległości produkcyjne (tempo najwyższe od 2006), co w konsekwencji powinno wreszcie wpłynąć na wzrost inwestycji (niski w ostatnich latach). Jedynie w usługach wskaźnik PMI ponownie obniżył się i osiągnął najniższą wartość w tym roku (54,9 pkt, poprzednio 55,4). Indeks sentymentu konsumentów powrócił do poziomu sprzed kryzysu 2008 roku i osiągnął wartość 111,9 pkt.

...a banki centralne „pompują” wyceny aktywów

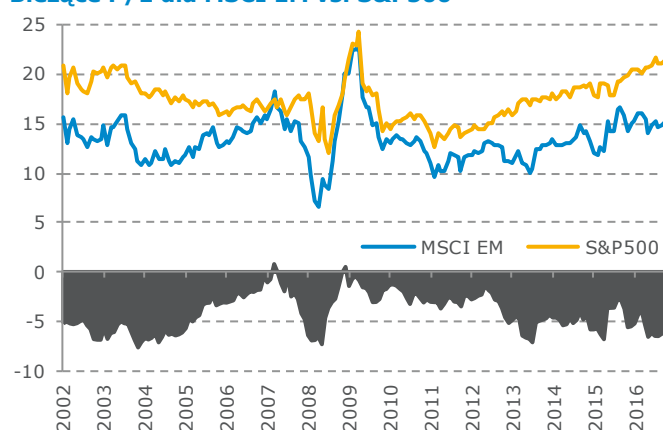
W sierpniu zsumowany bilans trzech największych banków centralnych: FED, ECB i BoJ osiągnął poziom 12,3 bln USD, tj. o 11,4% więcej niż rok wcześniej. Warto przypomnieć, że w 2009 kiedy światowa gospodarka znajdowała się w głębokim kryzysie wspomniana suma bilansowa wynosiła 4 bln USD. Tylko w minionym tygodniu bilans ECB wzrósł o 16 mld USD do 4,28 bln EUR (+28,4% r/r). Dzięki tak silnej ekspansji monetarnej i niskim referencyjnym stopom procentowym oprocentowanie obligacji niemieckich może utrzymywać się na poziomie zaledwie 0,36%, a amerykańskich 10Y 2,13% (2,3% na koniec lipca). Nawet jeśli w październiku FED rozpocznie zmniejszanie bilansu do końca br. zagregowany bilans banków centralnych nadal będzie wzrastał. Konsekwencją „taniego pieniądza” jest ogromna skala transakcji M&A, w znaczący sposób wpływająca na wyceny rynkowe spółek notowanych na giełdach. W 1H'17 ceny nieruchomości mieszkaniowych w Niemczech wzrosły o 5,25% r/r (+16% w ciągu ostatnich trzech lat), a w największych pięciu miastach o 15% (w samym Berlinie +20%).

Przy pozytywnym momentum w gospodarce ostatnie dane o inflacji w USA i Strefie Euro pozwalają inwestorom zakładać scenariusz powolnego zacieśniania polityki monetarnej (a właściwie jej normalizacji). W tym roku sprowadza się to do ogłoszenia przez ECB zmniejszenia poziomu skupu aktywów, a w przypadku FED do maksymalnie jeszcze jednej podwyżki stóp (prawdopodobieństwo wyceniane przez rynek na <50%). Trudno dziś oczekiwać, żeby taki scenariusz (pozytywny dla akcji) miał zostać zanegowany bez wyraźnego zwrotu w momentum makro (przede wszystkim danych o inflacji). W najbliższych tygodniach „easy money” nadal będą wpływać na inflację aktywów i wysoką skłonność do ryzyka.

Emerging markets „domykają” lukę wycenową

Ostatnie miesiące to czas rynków wschodzących, które przy wysokich wskaźnikach wyceny na rynkach bazowych, w tym przede wszystkim na rynku amerykańskim, stały się celem inwestycyjnym globalnego kapitału. Jak podaje Bloomberg, od początku roku do funduszy ETF dedykowanych rynkom wschodzącym napłynęło netto ponad 33 mld USD, tj. 16,5% aktywów. Bieżący wskaźnik P/E dla indeksu MSCI EM wynosi niespełna 16x, a dla S&P500 to 21x. W ostatnich dziesięciu latach, różnica pomiędzy P/E dla obu indeksów wynosiła średnio 3,6 pkt – obecnie jest to 5,2 pkt. Dobra globalna koniunktura, słaby USD, a dodatkowo w ostatnich tygodniach wzrost cen surowców (z wyjątkiem zbóż) budują pozytywny sentyment do tej klasy aktywów.

Bieżące P/E dla MSCI EM vs. S&P500



Źródło: Bloomberg

Polska gospodarka w trendzie globalnego makro, polityka tylko w tle

Nasi makroekonomiści podtrzymują prognozę przyspieszenia dynamiki wzrostu gospodarczego w kolejnych miesiącach, co wpisuje się w oczekiwania dotyczące globalnego makro. Przy stabilnym wzroście konsumpcji prywatnej, wspieranej sytuacją na rynku pracy (dalszy spadek stopy bezrobocia, 10% wzrost funduszu płac), dodatkowym stymulatorem wzrostu będą inwestycje (m.in. w sektorze publicznym). Po słabszych odczytach z produkcji przemysłowej w ostatnich miesiącach, wzrost inwestycji i koniunktura w Strefie powinny pozytywnie wpływać również na sytuację w tym obszarze. Obserwując zachowanie PLN można postawić tezę, że inwestorzy zagraniczni bardziej koncentrują się na makro i globalnym trendzie inwestycji na rynkach wschodzących niż pojawiającym się ryzyku marginalizacji Polski w Unii Europejskiej (poparcie sankcji nałożonych na Polskę przez część dotychczasowych sojuszników, w tym krajów z naszego regionu).

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Wbrew naszym oczekiwaniom na spokojne lato Kancelaria Prezydenta RP złożyła nową ustawę dotyczącą wsparcia kredytobiorców CHF oraz dobrowolnego przewalutowania kredytów walutowych. Uważamy, że ze względu na kalendarz wyborczy oraz malejący wpływ ustawy na RZiS banków ustawa będzie obowiązywała aż do całkowitego przewalutowania ekspozycji CHF. Dodatkowo, Kancelaria Prezydenta zapewniła, że nie zamierza wycofywać się z tzw. ustawy spreadowej. Koniec wakacji sejmowych we wrześniu przyniesie dla rynku nowe doniesienia z prac komisji finansów i uważamy, że będą one miały negatywny wpływ na sentyment do banków. Ustawa Prezydenta zyskała uznanie KNF, NBP oraz Ministra Finansów co czyni jej wprowadzenie w obecnym kształcie bardzo prawdopodobne. Z banków w ekspozycję na CHF rekomendujemy akumulowanie walorów jedynie w przypadku BZ WBK, którego wysokie ROE minimalizuje jej wpływ. W pozostałych bankach oczekujemy, że ROE spadnie poniżej kapitału na co najmniej kolejne 3-4 lata.
- Z banków bez ekspozycji na kredyty CHF w Polsce rekomendujemy Alior Bank, Pekao, Komercni Banka oraz Bank Handlowy. Największy potencjał wzrostu obecnie prezentuje Alior Bank, którego wycena znajduje się nadal bardzo niskim poziomie.
- W bankach zagranicznych obniżamy rekomendacje dla Erste Banku oraz OTP Banku, ze względu na ostatnie bardzo dobre zachowanie walorów.
- **Kluczowe rekomendacje:** Alior (kupuj), PZU (akumuluj), PKO BP (redukuje), Komercni Banka (akumuluj)

Chemia

- Po lipcowej przecenie notowania europejskich spółek chemicznych odrabiali straty. Obecnie MSCI Chemicals Europe zamknął premię do swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E'17 oraz EV/EBITDA'17. Pozytywnie na wycenę spółek chemicznych mogłoby wpłynąć umocnienie USD do EUR.
- Obecnie naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniany jest Ciech. Tecnon donosi o wzrostach cen sody w Europie i we Chinach, a w USA Ciner i Tronox zapowiedziały podwyżki cen o 6 USD/t. Ostatnie przejęcie aktywów Tronox w USA zostało zrealizowane na wskaźniku 8xEBITDA, podczas gdy polski producent sody jest notowany na EV/EBITDA'17 poniżej 6x.
- Neutralnie podchodzimy do wyceny Grupy Azoty (oczekiwana poprawa wyników w dwóch najbliższych kwartałach, ale ryzyko niesie obserwowana korekta cen zbóż). W krótkim terminie Synthos może być beneficjentem ograniczenia dostaw kauczuków naturalnych do Chin przez Indonezję, Malezję i Tajlandię oraz odbicia notowań butadienu.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj)

Paliwa

- Słaby sentyment na rynku się utrzymuje, a huragan Harvey tylko zwiększył obawy o przyrost zapasów na rynku amerykańskim i wydłużenie okresu bilansowania globalnego rynku. Biorąc pod uwagę wyższą niż zakładaliśmy produkcję w USA i średnie ceny YTD zdecydowaliśmy się na obniżenie naszych prognoz mieszanek Brent na lata 2017-19 średnio o 13%.
- Wbrew naszym oczekiwaniom otoczenie makro dla rafinerii pozostaje sprzyjające i dlatego podwyższamy założenia marż przerobowych i petrochemicznych dla roku 2017. Podtrzymujemy jednak konserwatywne podejście w średnim terminie oczekując odbicia cen ropy i zmniejszenia wskaźnika utylizacji mocy rafineryjnych (nowe moce i spadek dynamiki popytu).
- W efekcie powyższych zmian korygujemy prognozy EBITDA LIFO dla MOL, LTS i PKN średnio o 38%, co w połączeniu z wyższymi wskaźnikami w wycenie porównawczej i korzystniejszą strukturą bilansów wpływa na istotne rewizje naszych wycen w sektorze. Przy obecnych kursach akcji utrzymujemy jednak negatywne rekomendacje dla PKN i LTS. W przypadku MOL-a podwyższamy zalecenie z redukuje do trzymaj.
- Słabsze wyniki 2Q w przypadku PGNiG to naszym zdaniem okazja do kupna biorąc pod uwagę perspektywę liberalizacji rynku gazu, wyniku arbitrażu z Gazpromem i potencjalnych akwizycji na szelfie norweskim.
- **Kluczowe rekomendacje:** PKN Orlen (sprzedaj), Lotos (sprzedaj), PGNiG (akumuluj)

Energetyka

- Ceny energii w Niemczech zbliżają się już do 34 EUR/MWh, czemu sprzyjają wzrosty cen węgla w portach ARA (+12% m/m od początku lipca) oraz poprawa sentymentu na rynku CO₂ (powyżej 6 EUR/t). W przypadku uprawnień do emisji rynek z optymizmem czeka na ostateczne rozstrzygnięcia w kwestii reformy systemu ETS (kolejną rundę trójstronnych negocjacji w tej sprawie zaplanowano na 13 września).
- W Polsce kontrakt roczny w tym otoczeniu zewnętrznym nieoczekiwanie spadł poniżej 164 PLN/MWh, tak więc nie tylko nie odzwierciedla rosnących kosztów CO₂, ale nie reaguje także na coraz konkretniejsze zapowiedzi podwyżek cen węgla na lokalnym rynku. Tymczasem powoli wkraczamy w okres wzmożonej kontraktacji na przyszły rok i widzimy ryzyko dla naszego bazowego scenariusza wzrostu średniej ceny do 166 PLN/MWh.
- Wszystko wskazuje na to, że rozstrzygnięcia w zakresie rynku mocy i projekt wsparcia kogeneracji nie pojawią się wczesną jesienią i tych pozytywnych katalizatorów należy oczekiwać raczej pod koniec roku.
- Uwzględniając ostatnie wzrosty kursów akcji i niepokojące tendencje na TGE neutralizujemy nastawienie do polskich spółek energetycznych (obniżamy do trzymaj rekomendacje dla PGE i Energi). W naszej opinii ciekawą alternatywą w obecnym otoczeniu makro są akcje CEZ (wsparcie dla wyników 2018 i wysoki DYield).
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (akumuluj)

Telekomunikacja, media, IT

- Główne ryzyko na 3Q'17 to wprowadzenie regulacji Roam Like At Home (RLAH). Od 15.06.2017 stawki detaliczne w roamingu zostaną zrównane z krajowymi, a klienci mogą w ramach przyznanego pakietu korzystać z usług telekomunikacyjnych za granicą w ramach UE. Bez istotnych redukcji w taryfach hurtowych, oznacza to że przy ruchu wakacyjnych Polaków, polskie telekomunikacyjne poniosą negatywne saldo na roamingu (więcej trzeba będzie zapłacić operatorom zagranicznym z tytułu opłat hurtowych + mniej będzie zainkasowane przez polskich operatorów za użycie roamingu przez wjeżdżających do Polski).
- Na rynku widać wprowadzenie agresywnej kampanii akwizycyjnej klientów przez T-Mobile. Cyfrowy Polsat pozostaje bierny w zakresie zdobywania nowych klientów. Orange Polska zmieniło strategię – chce wiązać klientów ofertą konwergentną fixed + mobile *Orange Love* w miejsce kosztowych subsydiów.
- Operatorzy P4, Orange Polska i T-Mobile budują istotną część pokrycia ludności zasięgiem LTE na 800 MHz. Tym samym Cyfrowemu Polsatowi przybędzie konkurencji na rynku Internetu mobilnego na terenach nisko zurbanizowanych.
- W takim otoczeniu pod względem atrakcyjności inwestycyjnej preferujemy Orange Polska, gdzie dodatkowo wskazujemy na duży potencjał do redukcji kosztów.
- W sektorze mediowym zwracamy uwagę na Agorę. Spółka przeprowadziła ograniczenie zatrudnienia i reorganizację pracy redakcji oraz zrezygnowała z dziennika *Metrocafe.pl*. Dodatkowo, w 2017 r. wysokie wyniki wygeneruje sieć kin Helios.
- O przetargach do kontaktów z dofinansowaniem UE ciągle mało słychać w sektorze IT. Jedynym większym zamówieniem jest przetarg na system cyfrowej rejestracji rozpraw w sądach powszechnych za ok. 140 mln PLN. Zamówienie będzie realizowane prawdopodobnie przez Comarch, który jako jedyny (w konsorcjum z Maxto) złożył ofertę.
- Podkreślamy nasze pozytywne nastawienie do Atende, które zaraportowało bardzo dobre wyniki za 1Q'17. Atende może wykazać słabe wyniki za 2Q'17 ze względu na wysoką bazę sprzed roku, jednak pozostajemy pozytywni w długim terminie.
- W IT preferujemy Ailleron oraz z grupy Asseco Poland: Asseco South Eastern Europe i Asseco Business Solutions.
- **Kluczowe rekomendacje:** Orange Polska (kupuj), Agora (kupuj), Cyfrowy Polsat (redukuj).

Przemysł, metale

- W sierpniu, podobnie jak w lipcu, umocnienie EUR do USD negatywnie przekładało się na notowania spółek przemysłowych w Europie (indeks MSCI Industrials Europe kontynuował spadek).
- Jak na razie naszym zdaniem polskie spółki przemysłowe prezentują słabe wyniki finansowe za 2Q'17. Perspektywy wyników wyraźnie rozczarowały w przypadku Alumetal (wzrost konkurencji w branży, walka cenowa), Apator (możliwe słabsze wyniki w Elkomtech oraz odpisy goodwill Apator Rector), Elemental (słabsza rentowność w 2Q'17 wydłuży się również na 3Q'17), Forte (bardzo słabe wyniki 1H'17), Pfeiderer (wzrost kosztów produkcji, pierwsze podwyżki cen wyrobów w 2Q'17). Jak na razie tylko Grupie Kęty udaje się podwyższać ceny produktów, co rekompensuje wzrosty kosztów wytworzenia. Naszym zdaniem polskie spółki przemysłowe nadal pozostają pod presją umacniającej się PLN do walut obcych, rosnących kosztów surowców oraz wyższych kosztów pracy.
- Największe ryzyko przeceny przy okazji kolejnych wyników w 2Q'17 widzimy dla Amica, Mangata oraz Vistal.
- Naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniane są: Ergis (spółka notowana z około 21-34% dyskontem do innych polskich spółek przemysłowych), Famur (wzrost cen węgla i surowców pozytywnie przekładać się będzie na inwestycje w sektorze wydobywczym), Kernel (wzrost areału powiny przełożyć się na pozytywną dynamikę wyników w kolejnym sezonie), Pfeiderer Group (wzrost portfela zamówień oraz podwyżki cen produktów pozwalają z optymizmem patrzeć na 2H'17) oraz Stelmet (perspektywa poprawy wyników w 2018 roku po zwiększeniu obłożenia mocy w Grudziądzu).
- Obniżyliśmy nasze pozycjonowanie dla Elemental (z przeważaj do równoważ; oczekiwany spadek rentowności w 2Q'17 nadal ma miejsce w 3Q'17; otwarcie nowej instalacji samplingowej zostało przełożone na jesień - ponad półroczne opóźnienie; Brexit negatywnie przekłada się na wyniki przejętej spółki w UK; obniżamy prognozę EBITDA'17 z 90 na 72 mln PLN) oraz Forte (spółka notowana jest z 27-75% premią do grupy porównawczej; na koniec roku zadłużenie netto do EBITDA wzrośnie do poziomu 3x).
- Aktualnie zalecamy niedoważenie Boryszewa (spółka notowana jest z 19-31% premią na wskaźniku EV/EBITDA do spółek porównywalnych).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Boryszew (niedoważaj), Ergis (przeważaj), Famur (kupuj), Forte (niedoważaj), Kernel (akumuluj), Pfeiderer Group (przeważaj), Stelmet (kupuj).

Budownictwo

- Uważamy, że rynek zdyskontował słabe wyniki sektora budowlanego za 2Q'17 i nie docenia potencjału poprawy wyników w drugiej połowie roku.
- Podnosimy rekomendacje dla Unibepu i Erbudu po spadku kursów tych spółek w minionym miesiącu. W przypadku Unibepu istotnie podwyższamy prognozy finansowe na lata 2017-2018 i spodziewamy się podniesienia konsensusu prognoz w kolejnych miesiącach.
- Spodziewamy się, że 2Q'17 stanowił dołek w wynikach spółek wyspecjalizowanych w budownictwie kolejowym. Najlepiej oceniamy portfel zamówień na lata 2018-2019 oraz perspektywę poprawy wyników w Torpolu.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Budimex (kupuj), Unibep (kupuj), Torpol (przeważaj).

Deweloperzy

- Kluczowe spółki z sektora, które dotychczas opublikowały wyniki 2Q, zrealizowały bądź przekroczyły oczekiwania analityków. Widzimy szansę na wyższy od dotychczasowych prognoz poziom marż w sektorze, który może być argumentem do podniesienia oczekiwań analityków. Niska liczba przekazania mieszkań w 1H'17 nie pozwala jeszcze na wyciągnięcie daleko idących wniosków.
- Komentarze zarządów po wynikach pozostają optymistyczne, zarówno w kontekście segmentu mieszkaniowego (wysoki popyt, umiarkowany wzrost cen), jak również komercyjnego (wysoki popyt, spadek stóp kapitalizacji).
- Istotnie podnosimy prognozy i cenę docelową dla akcji Dom Development. Istotny potencjał wzrostu kursów widzimy ponadto w Atalu, Robygu, Lokum, LC Corp i Archicomie. Wśród spółek zaangażowanych w nieruchomości komercyjne preferujemy Echo.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Atal, (akumuluj), Dom Development (kupuj), Robyg, (kupuj), Echo Investment (kupuj), LC Corp (przeważaj), Lokum Deweloper (przeważaj).

Handel

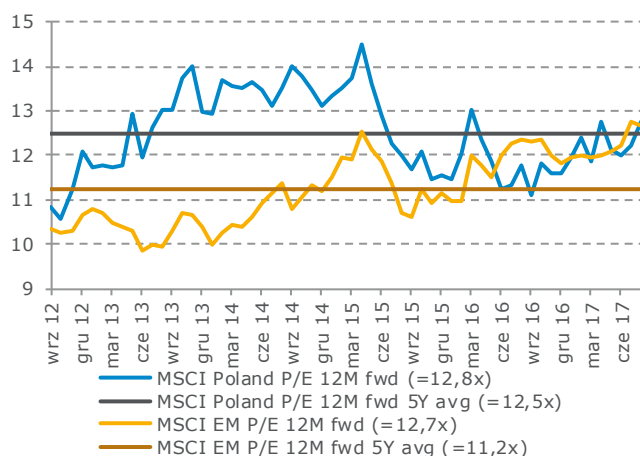
- Deprecjacja USDPLN r/r w okresie VI-VII powinna pozytywnie wpłynąć na koszty zakupu kolekcji jesień-zima'17 w spółkach odzieżowych i obuwniczych. Największymi beneficjentami powinny być: LPP oraz Monnari (około 85% COGS rozliczane w USD), CCC (około 50% COGS) oraz Vistula i Bytom (około 30% COGS). Pozytywny wpływ na rentowność sprzedaży powinien być widoczny przede wszystkim w 4Q'17.
- Osłabienie EURPLN r/r w 2Q'17 wpływa pozytywnie na raportowane przez spółki wskaźniki SG&A/mkw. (spadek kosztów czynszów).
- Poprawa sytuacji konsumenta (wzrost wynagrodzeń w gospodarce, Program 500+) pozytywnie wpływają na efektywność sprzedaży spółek z sektora handlowego. Coraz wyższa dynamika cen żywności w segmencie detalicznym i hurtowym wspiera sprzedaż porównywalną raportowaną przez Jeronimo Martins oraz Eurocash.
- Znacząco podnosimy naszą wycenę dla akcji AmRest po uwzględnieniu potencjału do wzrostu rezultatów spółki związanego z konsolidacją i rozwojem przejmowanych sieci restauracji.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AmRest (kupuj), Eurocash (kupuj), CCC (akumuluj)

Zmiana prognozowanego zysku netto na 2017 rok dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG30

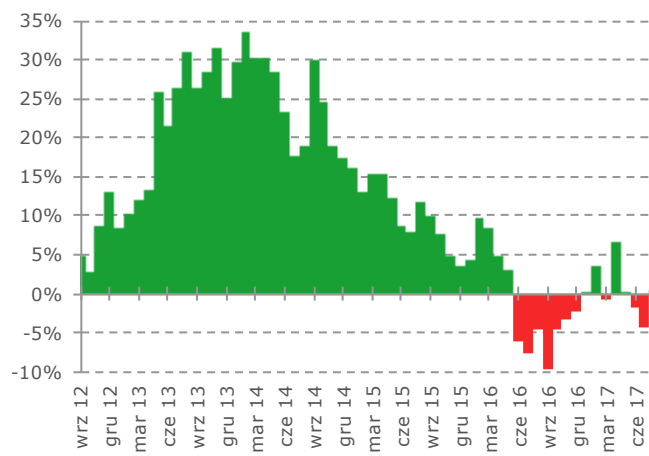
sie 16=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
wrz 16	+3%	-1%	+0%	+0%	+3%	+0%	+3%	+0%	-3%	+0%	+0%	-13%	-6%	-15%	+47%	+0%
paź 16	+5%	-2%	-1%	+0%	+3%	+0%	+1%	-9%	-4%	+0%	-5%	-13%	-7%	-15%	+133%	+0%
lis 16	+8%	-3%	-1%	+0%	+3%	+0%	+2%	-9%	-6%	+0%	-5%	-25%	-9%	-15%	+205%	+0%
gru 16	+13%	-3%	+1%	+0%	+7%	+0%	+1%	-9%	-4%	+0%	-8%	-25%	-9%	-15%	+290%	+0%
sty 17	+13%	-2%	+2%	-0%	+9%	+7%	+0%	-9%	-5%	-4%	-6%	-28%	-7%	-1%	+286%	+0%
lut 17	+15%	-1%	+4%	-0%	+18%	+13%	+1%	-9%	-8%	-4%	-7%	-28%	-14%	-1%	+288%	+0%
mar 17	+18%	+1%	+4%	+2%	+18%	+13%	-1%	-9%	-8%	-4%	-11%	-30%	-14%	-1%	+365%	+16%
kwi 17	+20%	+1%	+5%	+2%	+28%	+13%	+2%	-9%	-9%	-4%	-15%	-30%	+1%	-1%	+342%	+16%
maj 17	+21%	+1%	+4%	+2%	+33%	+13%	+4%	-9%	-10%	-4%	-15%	-30%	-0%	-1%	+355%	+16%
cze 17	+23%	+7%	+7%	+2%	+37%	+13%	+9%	+28%	-11%	-8%	-21%	-27%	+3%	+7%	+337%	+16%
lip 17	+26%	+7%	+8%	+3%	+46%	+13%	+11%	+30%	-13%	-8%	-7%	-28%	+7%	+7%	+317%	+16%
sie 17	+26%	+18%	+10%	+8%	+43%	+67%	+15%	+52%	-12%	-30%	-9%	-21%	+7%	+7%	+315%	-39%

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku; dane dla prognoz mDM nie uwzględniają spółek: JSW, mBank, PKP Cargo; zmiana między miesiącami dotyczy okresu pomiędzy kolejnymi publikacjami niniejszego dokumentu wraz z danymi opublikowanymi w bieżącym wydaniu

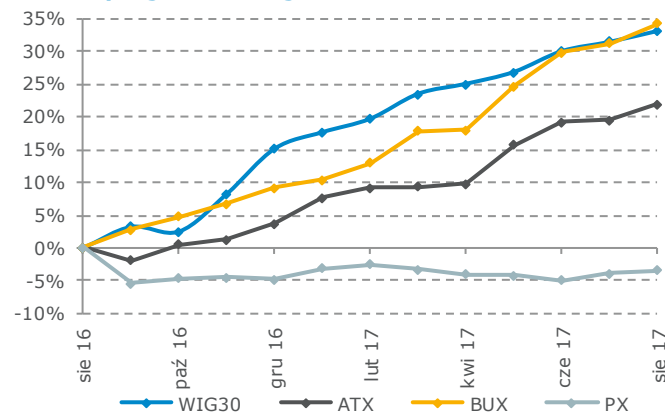
P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets oraz premia/dyskonto wskaźnika dla Polski wobec krajów EM



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

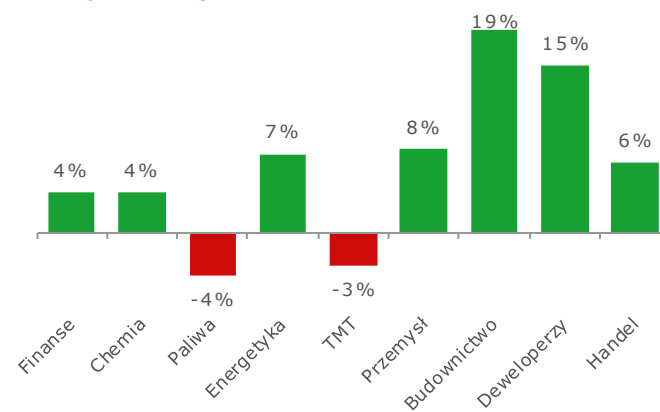


Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



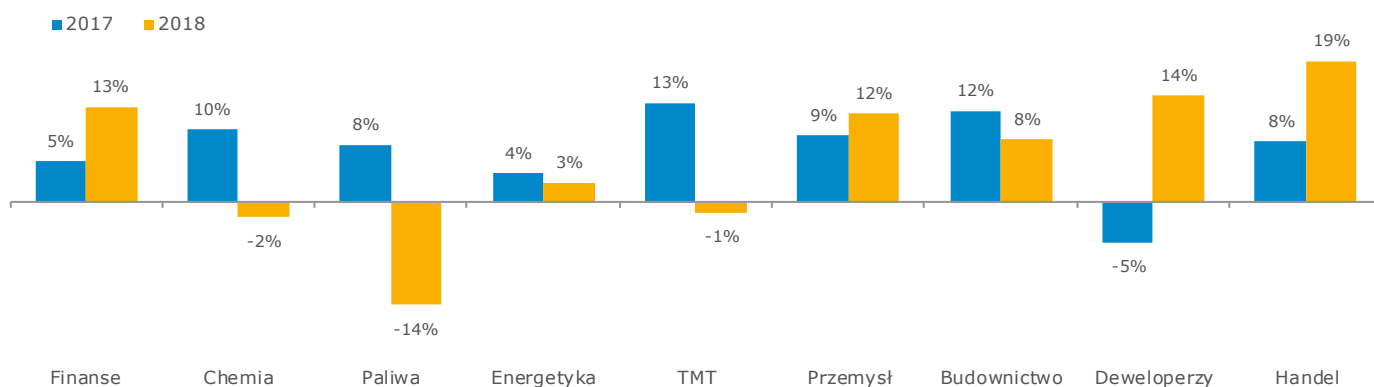
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Potencjał zmiany cen dla sektorów



Źródło: Dom Maklerski mBanku; na podstawie cen docelowych według mDM

Dynamika zmian wyniku EBITDA prognozowanego przez Dom Maklerski mBanku w latach 2017-18



Źródło: Dom Maklerski mBanku; dla sektora „finanse” dynamika zmian prognozowanego zysku netto, dla pozostałych sektorów – wyniku EBITDA

Odchylenie prognoz Domu Maklerskiego mBanku od konsensusu

Spółka	Rekomendacja mDM	TP mDM ¹	Rekomendacje ²			TP kons. ³	Różnica TP mDM / kons.	Zysk netto mDM / kons.			EBITDA mDM / kons.			Liczba prognoz ⁴
			▲	▶	▼			2017	2018	2019	2017	2018	2019	
Finanse														
ALIOR BANK	kupuj	90,00	12	4	1	76,14	+18,2%	-20%	+14%	+8%				7
BZ WBK	akumuluj	400,10	1	12	7	360,85	+10,9%	+9%	+12%	+13%				15
GETIN NOBLE BANK	trzymaj	1,27	0	4	6	1,17	+8,7%	+123%	-51%	-15%				6
HANDLOWY	akumuluj	85,00	5	4	3	72,42	+17,4%	+10%	+17%	-				9
ING BSK	redukuj	152,39	4	5	3	190,21	-19,9%	+0%	-2%	-				7
MILLENNIUM	sprzedaj	5,81	1	5	8	7,47	-22,2%	-3%	-3%	-				8
PEKAO	akumuluj	145,42	9	12	4	140,85	+3,2%	+6%	+3%	+10%				18
PKO BP	redukuj	31,20	1	10	11	33,82	-7,7%	+1%	-0%	-				15
KOMERCNI BANKA	akumuluj	1 111,0	8	9	2	1 016,5	+9,3%	+9%	+13%	+29%				14
ERSTE GROUP BANK	akumuluj	35,98	12	12	2	35,66	+0,9%	+3%	+10%	-				17
OTP BANK	trzymaj	10 901	7	9	3	9 778,2	+11,5%	+8%	+2%	+2%				17
PZU	akumuluj	51,83	7	4	2	47,56	+9,0%	-3%	+5%	+4%				10
KRUK	redukuj	308,06	6	2	1	333,33	-7,6%	+4%	+1%	-6%				7
PRIME CAR MANAGEMENT	kupuj	46,43	1	1	0	36,70	+26,5%	+4%	+4%	-				3
SKARBIEC HOLDING	kupuj	46,28	3	0	0	35,10	+31,9%	+4%	+25%	+86%				2
Chemia														
Ciech	kupuj	77,07	4	4	3	67,83	+13,6%	-8%	-13%	-6%	-1%	-5%	-2%	8
Grupa Azoty	trzymaj	69,60	5	2	3	72,33	-3,8%	-3%	-18%	-28%	-3%	-8%	-10%	8
Polwax	kupuj	20,53	2	0	0	-	-	-7%	-3%	+56%	-7%	-3%	+52%	2
Synthos	trzymaj	4,39	1	2	6	5,02	-12,6%	-17%	-19%	-7%	-17%	-6%	-10%	5
Paliwa														
Lotos	sprzedaj	48,25	7	5	1	57,28	-15,8%	+6%	-26%	-44%	+3%	-13%	-12%	8
MOL	trzymaj	22 920	9	3	1	24 447	-6,2%	+15%	-16%	-29%	+3%	-13%	-17%	8
PGNiG	akumuluj	7,57	4	5	2	6,73	+12,5%	+6%	+8%	+11%	+1%	+4%	+6%	6
PKN Orlen	sprzedaj	81,50	2	5	14	94,74	-14,0%	+11%	-36%	-43%	+9%	-20%	-22%	15
Energetyka														
CEZ	akumuluj	468,78	6	10	6	457,95	+2,4%	+16%	+16%	+39%	+4%	+6%	+10%	12
Enea	trzymaj	15,23	1	6	3	13,11	+16,2%	+19%	+19%	-11%	+5%	+7%	-4%	5
Energia	trzymaj	13,50	3	5	2	12,97	+4,1%	+9%	+0%	+0%	-2%	-3%	-3%	7
PGE	trzymaj	14,98	4	6	4	13,61	+10,1%	+53%	+34%	+3%	+17%	+13%	-1%	9
Tauron	trzymaj	3,89	1	4	7	3,11	+25,2%	+39%	+28%	-3%	+6%	+3%	-2%	7
TMT														
Netia	trzymaj	4,00	1	7	2	4,18	-4,4%	+87%	+48%	-14%	-2%	-6%	-10%	8
Orange Polska	kupuj	7,10	6	6	8	5,60	+26,7%	-	+350%	+116%	+3%	+2%	+3%	11
Agora	kupuj	18,80	4	3	0	15,83	+18,8%	-72%	+21%	+2%	-1%	+0%	-1%	5
Cyfrowy Polsat	redukuj	24,40	8	7	1	27,28	-10,6%	-4%	-1%	+4%	-0%	-1%	+1%	13
Wirtualna Polska	akumuluj	53,00	5	2	0	59,40	-10,8%	-17%	-17%	-19%	-5%	-3%	-0%	3
Asseco Poland	trzymaj	44,00	5	5	1	53,90	-18,4%	-17%	-23%	-17%	-46%	-49%	-47%	7
CD Projekt	sprzedaj	59,90	5	1	3	97,32	-38,5%	+8%	-67%	+33%	+8%	-69%	+18%	8
Comarch	trzymaj	195,00	2	4	1	224,08	-13,0%	+8%	-4%	-8%	-3%	-3%	-6%	5
Przemysł														
Alumetal	równoważ	-	1	3	0	57,30	-	-0%	-7%	-	+2%	-3%	-	4
Amica	równoważ	-	1	1	0	205,00	-	-1%	+3%	-	-2%	-3%	-	4
Apator	równoważ	-	1	1	0	36,50	-	+2%	+4%	-	+2%	+4%	-	3
Elemental	równoważ	-	2	0	0	4,40	-	-14%	-10%	-	-13%	-7%	-	3
Famur	kupuj	6,84	3	1	1	7,48	-8,5%	-0%	+3%	+2%	-15%	-6%	-8%	3
Forte	niedoważaj	-	2	3	1	83,50	-	-22%	-10%	-	-8%	-6%	-	4
Kemel	akumuluj	71,74	4	5	0	74,14	-3,2%	+5%	+10%	+14%	+2%	+5%	+9%	5
Kęty	trzymaj	414,09	3	6	2	421,14	-1,7%	+3%	+11%	+5%	+5%	+11%	+5%	6
Pfleiderer Group	przeważaj	-	3	2	0	54,07	-	+18%	+14%	-	+2%	+1%	-	6
KGHM	trzymaj	130,96	4	7	8	116,06	+12,8%	-29%	-2%	+3%	-3%	-10%	-5%	14
Budownictwo														
Budimex	kupuj	267,00	2	4	2	213,14	+25,3%	+7%	+14%	+12%	+9%	+16%	+15%	4
Elektrobudowa	kupuj	134,00	2	2	0	125,60	+6,7%	+4%	-2%	+0%	-2%	-4%	-	3
Erbud	kupuj	31,30	2	2	0	31,27	+0,1%	+2%	-2%	-	-2%	-6%	-	2
Unibep	kupuj	15,40	2	2	0	12,40	+24,2%	+14%	+29%	+28%	+15%	+33%	+31%	3
Torpol	przeważaj	-	2	0	0	16,27	-	+14%	+11%	-17%	+20%	+12%	-16%	5
Trakcja	przeważaj	-	5	1	1	14,43	-	+20%	+39%	+16%	+7%	+22%	+10%	5
Deweloperzy														
Atal	akumuluj	45,00	2	1	0	43,10	+4,4%	+2%	+12%	+5%	+12%	+16%	+2%	3
Capital Park	kupuj	8,09	2	1	0	7,80	+3,7%	-64%	+25%	+85%	-67%	+14%	+48%	2
Dom Development	kupuj	101,10	5	2	1	76,95	+31,4%	+10%	+16%	+34%	+7%	+13%	+33%	2
Echo	kupuj	6,64	3	2	1	5,84	+13,8%	+1%	+33%	-11%	+32%	+74%	+23%	2
GTC	trzymaj	9,59	8	3	1	9,65	-0,7%	+35%	-6%	-6%	+36%	+9%	+19%	4
Robyg	kupuj	4,25	5	1	0	3,55	+19,7%	+9%	-6%	+16%	+9%	-8%	+11%	3
LC Corp	przeważaj	-	2	0	0	2,60	-	-0%	+0%	-	+0%	-0%	-	1
Polnord	niedoważaj	-	1	1	0	11,40	-	+46%	-6%	-26%	+15%	-23%	-23%	3
Ronson	niedoważaj	-	1	2	1	1,75	-	+28%	+9%	+26%	+17%	+9%	+63%	2
Handel														
AmRest	kupuj	422,00	5	3	2	366,58	+15,1%	-13%	+4%	+4%	-4%	+2%	+5%	9
CCC	akumuluj	294,00	3	11	3	211,53	+39,0%	-9%	-7%	-17%	+8%	+20%	+21%	11
Eurocash	kupuj	47,60	8	6	6	34,52	+37,9%	-35%	+32%	+45%	-17%	+18%	+28%	16
Jeronimo Martins	trzymaj	17,10	9	14	8	16,67	+2,6%	-6%	-5%	-5%	-2%	-5%	-5%	24
LPP	trzymaj	8 800,0	4	4	11	6 498,2	+35,4%	+2%	+45%	+53%	-1%	+20%	+24%	14
Bytom	przeważaj	-	1	1	0	2,60	-	+2%	+7%	+11%	+3%	+5%	+8%	2
Gino Rossi	przeważaj	-	3	1	0	3,10	-	-6%	+1%	+8%	-4%	-2%	+3%	3
Monnari	równoważ	-	3	1	0	10,00	-	+6%	+9%	+6%	+1%	+5%	+0%	2
Vistula	przeważaj	-	4	1	1	3,17	-	+3%	+2%	-1%	+6%	+5%	+5%	4

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku; ¹cena docelowa mDM; ²rekomendacje w konsensusie (pozytywne, neutralne, negatywne); ³średnia cena docelowa konsensusu; ⁴liczba prognoz składających się na konsensus

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2017	2018	2017	2018
Finanse						+3,8%	14,4	12,8		
Alior Bank	kupuj	2017-03-16	71,97	90,00	66,00	+36,4%	21,0	9,9		
BZ WBK	akumuluj	2017-09-01	369,60	400,10	369,60	+8,3%	16,5	13,7		
Getin Noble Bank	trzymaj	2017-09-01	1,28	1,27	1,28	-0,8%	6,8	3,5		
Handlowy	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	71,00	+19,7%	16,7	13,1		
ING BSK	redukuj	2017-04-05	171,00	152,39	200,00	-23,8%	17,8	15,8		
Millennium	sprzedaj	2017-05-08	7,06	5,81	7,45	-22,0%	14,3	12,5		
Pekao	akumuluj	2017-07-18	131,25	145,42	127,95	+13,7%	14,4	13,7		
PKO BP	redukuj	2017-03-01	33,28	31,20	36,68	-14,9%	15,6	13,8		
Komercni Banka	akumuluj	2017-09-01	966,50	1 111 CZK	966,50	+15,0%	14,3	12,9		
Erste Bank	akumuluj	2017-06-02	32,67	35,98 EUR	35,50	+1,4%	12,3	11,0		
OTP Bank	trzymaj	2017-09-01	10 445	10 901 HUF	10 445	+4,4%	13,1	12,0		
PZU	akumuluj	2017-09-01	48,50	51,83	48,50	+6,9%	15,5	12,8		
Kruk	redukuj	2017-09-01	340,95	308,06	340,95	-9,6%	22,5	19,8		
Prime Car Management	kupuj	2017-01-27	34,91	46,43	32,53	+42,7%	9,4	8,5		
Skarbiec Holding	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	30,45	+52,0%	7,6	6,7		
Chemia						+3,7%	11,2	13,4	6,3	6,5
Ciech	kupuj	2017-09-01	62,73	77,07	62,73	+22,9%	9,3	11,9	5,7	6,4
Grupa Azoty	trzymaj	2017-09-01	68,90	69,60	68,90	+1,0%	13,8	14,9	6,8	6,7
Polwax	kupuj	2017-09-01	13,54	20,53	13,54	+51,6%	5,7	5,8	5,0	6,0
Synthos	trzymaj	2017-09-01	4,78	4,39	4,78	-8,2%	13,2	17,3	9,2	11,0
Paliwa						-7,4%	14,4	13,2	7,2	5,9
Lotos	sprzedaj	2017-09-01	58,86	48,25	58,86	-18,0%	18,5	14,4	8,7	6,5
MOL	trzymaj	2017-09-01	23 820	22 920 HUF	23 820	-3,8%	14,2	12,1	5,8	5,2
PGNiG	akumuluj	2017-09-01	6,83	7,57	6,83	+10,8%	12,8	10,4	5,4	4,6
PKN Orlen	sprzedaj	2017-09-01	117,90	81,50	117,90	-30,9%	14,5	18,6	8,6	9,4
Energetyka						+7,4%	7,8	7,2	5,4	4,8
CEZ	akumuluj	2017-09-01	416,00	468,78 CZK	416,00	+12,7%	12,2	13,8	6,8	6,8
Enea	trzymaj	2017-09-01	15,25	15,23	15,25	-0,1%	7,2	6,7	5,4	4,6
Energa	trzymaj	2017-09-01	11,65	13,50	13,64	-1,0%	7,8	7,3	5,1	4,7
PGE	trzymaj	2017-09-01	14,27	14,98	14,27	+5,0%	8,6	7,2	5,7	4,8
Tauron	trzymaj	2017-09-01	3,92	3,89	3,92	-0,8%	4,5	5,1	4,5	5,0
Telekomunikacja, media, IT						-2,8%	19,7	16,6	7,8	7,4
Netia	trzymaj	2017-09-01	3,90	4,00	3,90	+2,6%	-	-	4,1	4,4
Orange Polska	kupuj	2017-06-30	5,15	7,10	5,99	+18,5%	102,4	46,9	4,8	4,9
Agora	kupuj	2017-07-25	15,28	18,80	17,80	+5,6%	559,2	53,3	7,3	6,9
Cyfrowy Polsat	redukuj	2017-08-29	27,80	24,40	26,80	-9,0%	18,3	15,3	7,8	7,4
Wirtualna Polska	akumuluj	2017-09-01	47,89	53,00	47,89	+10,7%	18,3	15,0	10,5	8,8
Asseco Poland	trzymaj	2017-08-30	44,54	44,00	45,30	-2,9%	13,8	13,3		
CD Projekt	sprzedaj	2017-09-01	83,40	59,90	83,40	-28,2%	54,8	54,5	40,8	40,2
Comarch	trzymaj	2017-09-01	195,00	195,00	195,00	+0,0%	19,7	16,6	8,3	7,6
Przemysł, metale						+7,7%	15,2	12,6	10,2	7,1
Famur	kupuj	2017-09-01	5,81	6,84	5,81	+17,7%	26,8	18,0	10,9	7,1
Kemel	akumuluj	2017-09-01	60,70	71,74	60,70	+18,2%	5,2	5,6	4,0	3,8
Kęty	trzymaj	2017-09-01	402,10	414,09	402,10	+3,0%	15,2	15,5	10,5	9,8
KGHM	trzymaj	2017-09-01	126,10	130,96	126,10	+3,9%	7,6	8,3	4,8	4,9
Stelmet	kupuj	2017-09-01	22,20	28,94	22,20	+30,4%	16,8	12,6	10,2	7,8
Budownictwo						+18,6%	10,6	11,0	5,5	5,9
Budimex	kupuj	2017-07-24	229,50	267,00	227,15	+17,5%	12,8	13,2	5,6	6,2
Elektrobudowa	kupuj	2017-09-01	109,50	134,00	109,50	+22,4%	10,6	11,3	5,4	5,5
Erbud	kupuj	2017-09-01	26,00	31,30	26,00	+20,4%	10,5	10,2	4,2	4,0
Unibep	kupuj	2017-09-01	12,20	15,40	12,20	+26,2%	10,3	10,7	7,0	7,1
Deweloperzy						+15,2%	9,7	8,1	10,0	8,9
Atal	akumuluj	2017-09-01	40,40	45,00	40,40	+11,4%	8,7	8,6	7,7	7,7
Capital Park	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	5,68	+42,4%	40,5	7,4	117,0	13,5
Dom Development	kupuj	2017-09-01	82,25	101,10	82,25	+22,9%	11,3	9,8	9,2	7,8
Echo	kupuj	2017-09-01	5,21	6,64	5,21	+27,4%	9,6	7,7	11,6	9,9
GTC	trzymaj	2017-08-02	9,62	9,59	9,90	-3,1%	8,7	12,8	10,9	15,3
Robyg	kupuj	2017-09-01	3,40	4,25	3,40	+25,0%	9,9	6,1	7,5	5,0
Handel						+6,4%	28,5	21,1	11,8	10,1
AmRest	kupuj	2017-09-01	357,00	422,00	357,00	+18,2%	30,7	22,7	12,0	9,5
CCC	akumuluj	2017-09-01	262,20	294,00	262,20	+12,1%	26,4	21,4	18,4	15,2
Eurocash	kupuj	2017-09-01	39,14	47,60	39,14	+21,6%	21,4	16,3	10,2	8,2
Jeronimo Martins	trzymaj	2017-09-01	16,76	17,10 EUR	16,76	+2,0%	22,9	20,7	11,6	10,8
LPP	trzymaj	2017-09-01	8 697	8 800	8 732	+0,8%	38,5	25,5	18,8	14,2
TXM	kupuj	2017-09-01	2,97	6,10	2,97	+105,4%	32,3	6,3	8,5	3,6
Inne										
PBKM	kupuj	2017-09-01	54,50	63,90	54,50	+17,2%	9,3	7,8	6,4	5,4
Work Service	zawieszona	2016-12-06	10,17	-	8,00	-	-	-	-	-

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2017	2018	2017	2018
Spółki przemysłowe						12,5	10,4	7,6	6,5
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	48,83	+3,9%	12,2	9,0	8,7	6,7
Amica	równoważ	2016-06-16	186,00	162,00	-12,9%	11,1	9,7	6,8	6,1
Apator	równoważ	2017-07-31	31,29	30,99	-1,0%	13,6	12,2	8,6	8,0
Boryszew	niedoważaj	2017-01-27	11,20	10,35	-7,6%	12,8	12,3	8,5	8,0
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	2,70	+5,9%	8,2	7,3	7,0	6,0
Ergis	przeważaj	2016-09-28	5,75	6,05	+5,2%	8,7	8,7	5,8	5,5
Forte	niedoważaj	2017-08-31	74,02	76,00	+2,7%	16,8	15,2	12,9	11,8
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	73,97	+16,5%	21,8	16,2	11,7	9,2
Mangata	równoważ	2016-10-26	112,55	109,00	-3,2%	13,2	11,2	7,7	6,7
Pfleiderer Group	przeważaj	2016-02-03	23,00	42,84	+86,3%	16,5	13,2	5,5	5,0
Tarczyński	równoważ	2017-05-31	11,20	10,47	-6,5%	9,3	8,9	5,3	5,1
Vistal	równoważ	2017-01-27	9,00	5,90	-34,4%	7,0	4,6	7,6	6,3
Budownictwo						15,3	10,0	6,9	5,0
Elektrotim	niedoważaj	2017-03-06	15,07	12,00	-20,4%	12,7	15,6	7,5	8,9
Herkules	przeważaj	2017-06-02	4,17	3,99	-4,3%	11,7	10,0	6,3	5,8
Torpol	przeważaj	2016-09-12	10,68	11,62	+8,8%	28,9	9,8	8,1	4,7
Trakcja	przeważaj	2016-09-12	11,80	12,70	+7,6%	11,1	7,7	6,3	4,7
Ulma	równoważ	2016-12-12	63,50	72,45	+14,1%	17,9	12,1	4,1	3,4
ZUE	przeważaj	2017-04-12	12,35	9,20	-25,5%	66,1	10,0	13,7	5,2
Deweloperzy						8,1	6,7	11,5	7,4
Archicom	przeważaj	2017-01-10	15,24	15,15	-0,6%	8,6	6,5	7,7	6,2
BBi Development	równoważ	2017-06-02	0,73	0,81	+11,0%	-	9,4	74,8	7,4
JWC	równoważ	2016-11-09	4,50	4,75	+5,6%	6,9	5,7	6,9	5,7
LC Corp	przeważaj	2014-03-06	1,67	2,02	+21,0%	7,0	4,1	12,7	6,5
Lokum Deweloper	przeważaj	2016-10-28	13,32	15,91	+19,4%	7,1	5,9	6,7	5,2
PA Nova	równoważ	2016-09-12	25,89	21,94	-15,3%	7,6	8,5	10,8	11,6
Polnord	niedoważaj	2017-05-16	10,00	10,65	+6,5%	16,0	14,8	48,3	27,3
Ronson	niedoważaj	2017-03-06	1,80	1,70	-5,6%	18,2	17,8	19,6	18,4
Vantage Development	równoważ	2017-01-10	3,30	3,69	+11,8%	8,7	6,7	11,5	9,3
Handel						13,8	11,4	8,7	7,4
Bytom	przeważaj	2017-08-25	2,37	2,70	+13,9%	13,6	11,6	11,6	10,8
Gino Rossi	przeważaj	2017-08-25	1,78	1,72	-3,4%	10,3	6,8	6,2	4,9
Monnari	równoważ	2017-08-25	7,89	7,80	-1,1%	14,0	11,2	7,5	5,8
Vistula	przeważaj	2017-08-25	3,26	3,62	+11,0%	15,2	13,8	10,0	8,9

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Asseco Poland	trzymaj	redukuj	44,00 PLN	2017-08-30
Bytom	przeważaj		-	2017-08-25
Cyfrowy Polsat	redukuj	redukuj	24,40 PLN	2017-08-29
Elemental	równoważ	przeważaj	-	2017-08-31
Forte	niedoważaj	równoważ	-	2017-08-31
Gino Rossi	przeważaj		-	2017-08-25
Monnari	równoważ		-	2017-08-25
Vistula	przeważaj	zawieszona	-	2017-08-25

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AmRest	kupuj	akumuluj	422,00 PLN	2017-09-01
Atal	akumuluj	akumuluj	45,00 PLN	2017-09-01
BZ WBK	akumuluj	trzymaj	400,10 PLN	2017-09-01
CCC	akumuluj	trzymaj	294,00 PLN	2017-09-01
CD Projekt	sprzedaj	sprzedaj	59,90 PLN	2017-09-01
CEZ	akumuluj	akumuluj	468,78 CZK	2017-09-01
Ciech	kupuj	kupuj	77,07 PLN	2017-09-01
Comarch	trzymaj	trzymaj	195,00 PLN	2017-09-01
Dom Development	kupuj	akumuluj	101,10 PLN	2017-09-01
Echo	kupuj	akumuluj	6,64 PLN	2017-09-01
Elektrobudowa	kupuj	kupuj	134,00 PLN	2017-09-01
Enea	trzymaj	trzymaj	15,23 PLN	2017-09-01
Energa	trzymaj	akumuluj	13,50 PLN	2017-09-01
Erbud	kupuj	akumuluj	31,30 PLN	2017-09-01
Eurocash	kupuj	kupuj	47,60 PLN	2017-09-01
Famur	kupuj	kupuj	6,84 PLN	2017-09-01
Getin Noble Bank	trzymaj	trzymaj	1,27 PLN	2017-09-01
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	69,60 PLN	2017-09-01
Jeronimo Martins	trzymaj	trzymaj	17,10 EUR	2017-09-01
Kernel	akumuluj	akumuluj	71,74 PLN	2017-09-01
Kęty	trzymaj	trzymaj	414,09 PLN	2017-09-01
KGHM	trzymaj	akumuluj	130,96 PLN	2017-09-01
Komercni Banka	akumuluj	akumuluj	1111,00 CZK	2017-09-01
Kruk	redukuj	sprzedaj	308,06 PLN	2017-09-01
Lotos	sprzedaj	sprzedaj	48,25 PLN	2017-09-01
LPP	trzymaj	akumuluj	8800,00 PLN	2017-09-01
MOL	trzymaj	redukuj	22920,00 HUF	2017-09-01
Netia	trzymaj	akumuluj	4,00 PLN	2017-09-01
OTP Bank	trzymaj	akumuluj	10901,00 HUF	2017-09-01
PBKM	kupuj	akumuluj	63,90 PLN	2017-09-01
PGE	trzymaj	akumuluj	14,98 PLN	2017-09-01
PGNiG	akumuluj	akumuluj	7,57 PLN	2017-09-01
PKN Orlen	sprzedaj	sprzedaj	81,50 PLN	2017-09-01
Polwax	kupuj	kupuj	20,53 PLN	2017-09-01
PZU	akumuluj	kupuj	51,83 PLN	2017-09-01
Robyg	kupuj	kupuj	4,25 PLN	2017-09-01
Stelmet	kupuj	kupuj	28,94 PLN	2017-09-01
Synthos	trzymaj	sprzedaj	4,39 PLN	2017-09-01
Tauron	trzymaj	trzymaj	3,89 PLN	2017-09-01
TXM	kupuj	kupuj	6,10 PLN	2017-09-01
Unibep	kupuj	akumuluj	15,40 PLN	2017-09-01
Wirtualna Polska	akumuluj	akumuluj	53,00 PLN	2017-09-01

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	4	4,5%	2	5,1%
redukuj	4	4,5%	3	7,7%
niedoważaj	5	5,6%	2	5,1%
trzymaj	17	19,1%	7	17,9%
równoważ	14	15,7%	4	10,3%
akumuluj	12	13,5%	7	17,9%
kupuj	21	23,6%	12	30,8%
przeważaj	12	13,5%	2	5,1%

Kalendarium wydarzeń

Data		Wydarzenie	
1 wrz	10:00	Elektrobudowa	Konferencja wynikowa 2Q'17 (Hotel Polonia Palace, Warszawa)
1 wrz	10:00	Polnord	Konferencja wynikowa 2Q'17 (ul. Branickiego 15, Warszawa)
1 wrz		Comarch	Konferencja wynikowa 2Q'17 (al. Jerozolimskie 134, budynek Beta w Eurocentrum, Warszawa)
1 wrz	12:00	ZE PAK	Konferencja wynikowa 2Q'17 (ul. Pańska 77/79, Warszawa)
5 wrz		Atal	Publikacja wyników 2Q'17
5 wrz	13:00	Erbud	Telekonferencja wynikowa 2Q'17 (+ 48 22 228 82 88; PIN 278644)
5 wrz		Torpol	Publikacja wyników 2Q'17
6 wrz	11:00	Atal	Konferencja wynikowa 2Q'17 (Hotel InterContinental, Warszawa)
6 wrz		Polwax	Publikacja wyników 2Q'17
7 wrz		CI Games	Publikacja wyników 2Q'17
7 wrz		Enea	Publikacja wyników 2Q'17
7 wrz		Ergis	Publikacja wyników 2Q'17
7 wrz		PCM	Konferencja wynikowa 2Q'17 (CC Group, Marszałkowska 89, Warszawa)
7 wrz		Vantage Dev.	Publikacja wyników 2Q'17
8 wrz		Atende	Spotkania ze spółką (mBank, ul. Senatorska 18) - wymagana rejestracja
8 wrz		CD Projekt	Publikacja wyników 2Q'17
8 wrz		Gino Rossi	Publikacja wyników 2Q'17
8 wrz	10:00	Enea/LWB	Konferencja wynikowa 2Q'17 (Hotel The Westin, Warszawa)
8 wrz		Wojas	Publikacja wyników 2Q'17
11 wrz		BBI Development	Publikacja wyników 2Q'17
11 wrz		Echo Investment	Publikacja wyników 2Q'17
12 wrz		LC Corp	Publikacja wyników 2Q'17
13 wrz		Stelmet	Site Visit w zakładzie MrGarden w Grudziądzu
14 wrz		AmRest	Publikacja wyników 2Q'17
14 wrz		Elektrotim	Publikacja wyników 2Q'17
14 wrz		Forte	Publikacja wyników 2Q'17
14 wrz		P.A. Nova	Publikacja wyników 2Q'17
15 wrz		Archicom	Publikacja wyników 2Q'17
15 wrz		Capital Park	Publikacja wyników 2Q'17
15 wrz		Kruszwica	Publikacja wyników 2Q'17
15 wrz		Trans Polonia	Konferencja wynikowa 2Q'17 (Centrum Inwestora na GPW, Warszawa)
15 wrz		Ulma	Publikacja wyników 2Q'17
15 wrz		Vistal	Publikacja wyników 2Q'17
18 wrz		AmRest	Spotkania ze spółką (mBank, ul. Senatorska 18) - wymagana rejestracja
18 wrz		Selena	Konferencja wynikowa 2Q'17 (wideokonferencja)
20 wrz		JWC	Publikacja wyników 2Q'17
29 wrz		Amica	Publikacja wyników 2Q'17
29 wrz		Elemental	Publikacja wyników 2Q'17
29 wrz		Herkules	Publikacja wyników 2Q'17
29 wrz		Próchnik	Publikacja wyników 2Q'17

Makroekonomia

Wzrost PKB

Wstępny szacunek PKB w II kwartale potwierdził odczyt na poziomie 3,9% r/r i 1,1% kw/kw (po odsezonowaniu). Tym samym, nasz wcześniejszy wniosek o braku jakiegokolwiek mierzalnego spowolnienia w stosunku do pierwszych trzech miesięcy roku zostaje utrzymany w mocy. Szczegóły wzrostu PKB znów zaskakują, a wzorec niespodzianek powinien być już Czytelnikom znany. Po pierwsze, konsumpcja prywatna przyspieszyła z 4,7% do 4,9% r/r, wbrew oczekiwaniom delikatnego spowolnienia. Wydatkom konsumentów nie przeszkadza obecnie ani stabilizacja sprzedaży detalicznej (przesunięcie w kierunku usług nie powinno nikogo zaskakiwać; po rewizjach rachunków narodowych zobaczymy zapewne dynamiki przekraczające 5% r/r), ani wolniejszy wzrost realnych dochodów do dyspozycji, ani efekty bazowe związane z uruchamianiem programu 500+ rok temu. Co więcej, obecna trajektoria nastrojów konsumenckich sugeruje wręcz przyspieszenie konsumpcji w II połowie roku. Po drugie, inwestycje wzrosły wprawdzie w ujęciu rocznym o 0,8%, ale jest to kolejne już rozczarowanie w serii (konsensus na ten kwartał +2,5%; my +4,5%). Wszystkie znaki na niebie i ziemi sugerują, że stagnacja w inwestycjach to zasługa braku odbicia w inwestycjach publicznych czy wręcz ich dalszego spadku – inwestycje prywatne rosną od połowy 2016 r. w tempie typowym dla okresów ekspansji w ostatnich latach. Po trzecie, największy czynnik ryzyka, tj. zachowanie zapasów zrealizował się z przytupem. Wkład zmiany zapasów, wynoszący +1,9 pkt. proc., znosi się wprawdzie w dużej mierze z wkładem eksportu netto (-1,4 pkt. proc.), ale obie kategorie nareszcie zachowały się zgodnie z cyklicznym wzorcem. Szybka cykliczna analiza zapasów sugeruje, że w odniesieniu do PKB ich 4-kwartalna akumulacja jest blisko górkę w 2007 roku. Pozytywne korelacje tej miary z inwestycjami oraz konsumpcją prywatną sugerują z kolei, że zmiany zapasów w kolejnych kwartałach mogą kontynuować pro-cykliczny wzorec. Tym samym silna dekumulacja to raczej nie scenariusz na ten rok. W odniesieniu do eksportu netto można natomiast (i należy) oczekiwać stopniowo słabszych kontrybucji. Z uwagi jednak na efekty bazowe sama ścieżka kontrybucji będzie mocno skakać.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w lipcu o 6,2% r/r, poniżej oczekiwań i naszej prognozy (wynoszących odpowiednio 9,1% i 8,4% r/r), wobec wzrostu o 4,5% r/r miesiąc wcześniej. Przyspieszenie w stosunku do czerwca jest oczywiście zasługą korzystnego układu dni roboczych (0 r/r wobec -1 r/r w czerwcu), ale na podstawie typowych wzorców sezonowych i wyraźnego (szacowaliśmy go na ok. 1,5 pkt. proc.) efektu bazowego można było spodziewać się znacznie lepszego wyniku. W istocie, w ujęciu miesięcznym, po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych, produkcja spadła o 1,2%, powtarzając wynik sprzed roku. Nie znamy szczegółowej struktury w przetwórstwie przemysłowym, ale na tym etapie podejrzewamy, że istotną część tej negatywnej niespodzianki mogły odpowiadać sezonowe przestoje w przemyśle motoryzacyjnym – właśnie ta kategoria odpowiada za w/w bazę statystyczną z poprzedniego roku (wówczas produkcja samochodów i części spadła o 9% m/m po odsezonowaniu – powtórzenie tego wyniku w tym roku wyjaśnia niespodziankę). Pomimo przejściowych wahań, trend w przypadku produkcji jest w ostatnich miesiącach zadziwiająco stabilny i może być szacowany na ok. 6-7% r/r. Ożywienie wśród głównych partnerów handlowych Polski i odbicie w inwestycjach sprawiają, że perspektywy dla produkcji przemysłowej na kolejne miesiące prezentują się bardzo dobrze, pomimo złego początku III kwartału. Pozytywnie w lipcu zaskoczyła dynamika produkcji budowlano-montażowej, rosnąc aż o

19,8% w ujęciu rocznym (wobec oczekiwań w okolicy 13-14%). Po wyeliminowaniu czynników sezonowych wzrost wciąż pozostaje imponujący: wyniósł 18% r/r oraz 4,3% m/m. W lipcu efekt dni roboczych był tylko nieznacznie korzystniejszy niż w ostatnich miesiącach, a silny jeszcze w ostatnich miesiącach efekt bazy wygaś. Spodziewamy się zatem, że za wzrost ożywienia odpowiadają nakłady inwestycyjne w sektorze publicznym. Dane Ministerstwa Finansów wskazują na znaczny wzrost wydatków inwestycyjnych samorządów (już około 25% w drugim kwartale), te natomiast kierowane są wyłącznie na budownictwo. Dzisiejszy odczyt jest dobrym punktem startowym dla wzrostu dynamiki inwestycji w trzecim kwartale. Dodatkowy motor napędowy zostanie wtedy odpalony za sprawą schematu wydatkowania środków unijnych. Ożywienie powinno objąć infrastrukturę drogową, kolejową, a także liniową. Efektem ostatnich ekstremalnych zjawisk pogodowych może być także konieczność odbudowy zniszczonej infrastruktury, głównie liniowej, co także wpłynie korzystnie na ten agregat. Zapowiadane przez nas ożywienie w sektorze budowlanym jest faktem.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła w lipcu o 7,1% r/r w cenach bieżących, plasując się niemal idealnie między naszą prognozą (6,6% r/r) i konsensusem (7,4%). Szczegóły odczytu nie przynoszą znaczących zaskoczeń: dynamiki sprzedaży paliw i żywności ustabilizowały się na poziomach z poprzedniego miesiąca (wynosząc odpowiednio 7,2% i 6% r/r); przyspieszenie w stosunku do czerwca napędzała głównie sprzedaż dóbr trwałego i półtrwałego użytku, notując dwucyfrowe dynamiki (farmaceutyki +11,8%, odzież i obuwie +10,5%, książki i gazety +11,7%, meble, RTV i AGD - +8,8%); największego pozytywnego wkładu do przyspieszenia sprzedaży detalicznej dostarczyła sprzedaż samochodów i części, rosnąc o 6,1% (-0,9% r/r w czerwcu) i reagując na poprawę stosunku dni roboczych. Nasze ulubione miary sprzedaży z wyłączeniami przyspieszyły w umiarkowanym tempie. Ceny producentów wzrosły o 2,2% w ujęciu rocznym, nieco wyżej niż wskazywała na to nasza prognoza oraz konsensus rynkowy (2,0%). W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 0,3%. Wzrost ten powinien być traktowany jako umiarkowany, szczególnie jeżeli porównamy go do notowanych jeszcze kilka miesięcy temu (dynamika w okolicy 3-4% r/r). Przypomnijmy, że w lipcu kurs EURPLN pozostawał przez większą część miesiąca stabilny, a znaczny spadek USDPLN (jako skutek osłabienia dolara względem euro) zrównoważył wzrost cen surowców denominowanych w amerykańskiej walucie. Wciąż oczekujemy kontynuacji wzrostowej trajektorii cen we przetwórstwie, niejako analogicznie do inflacji bazowej w koszyku konsumenckim. Będzie to proces kumulatywny, lecz powolny. W międzyczasie efekty wzrostu cen powodowane przez czynniki ekonomiczne są maskowane przez procesy stricte statystyczne (baza) lub globalne (zmiany cen energii). Moment zniwelowania tych pierwszych i nawet lekkiego odwrócenia tych drugich wyznaczy moment silniejszego wzrostu inflacji.

Rynek pracy

W lipcu liczba zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się do 6022,1 tys. etatów, co oznacza wzrost o 4,5% w ujęciu rocznym, wyżej niż nasza prognoza (zgodna z konsensusem rynkowym) wynosząca 4,3%. Oznacza to, że był to najlepszy lipiec w historii (+20,6 tys. m/m, przy średniej z ostatnich lat wynoszącej około 6 tys.). Jest to nie tylko odbicie po gorszym odczycie, ale także kolejne potwierdzenie znakomitej sytuacji na rynku pracy. Być może w świetle lipcowych danych obawy o nadchodzące ograniczenia ze strony podaży należy jeszcze odłożyć na

później. Na temat szczegółów nie możemy się jeszcze wypowiedzieć, jednak za tak duży wzrost nie może odpowiadać jedna sekcja. Bardziej prawdopodobne jest przy tym przyspieszenie tempa kreacji miejsc pracy w przetwórstwie przemysłowym, niż jednocześnie wystrzały w kilku mniejszych sekcjach. Przeciętne wynagrodzenie wzrosło w ujęciu rocznym o 4,9%, nieco poniżej konsensusu i naszej prognozy (5,4% r/r). Dynamiki funduszu płac nie zmieniły się znacząco w porównaniu do poprzedniego miesiąca. W ujęciu nominalnym fundusz wynagrodzeń wzrósł o 9,6% r/r (10,6% w czerwcu), w cenach stałych zaś – o 7,9% (9,1% w czerwcu). Takie tempo wzrostu wynagrodzeń jest spójne z dynamiką konsumpcji przekraczającą 4% i wspiera nasz scenariusz utrzymania wysokiego tempa popytu konsumpcyjnego przez cały 2017 rok.

Inflacja

Finalny odczyt inflacji za lipiec uplasował się na poziomie 1,7% r/r. Tak jak się spodziewaliśmy, wzrost wygenerował się głównie ze względu na niewielkie tylko spadki cen żywności (0,2% m/m wobec 0,9% przed rokiem czy 1,2% w 2015). Te z kolei były pochodną relatywnie niskich spadków cen warzyw (przy marginalnym spadku cen owoców), wzrostów cen mięs i minimalnego wzrostu cen tłuszczów (wciąż jesteśmy pod dużym wrażeniem jak niewielkie wzrosty cen masła odnotowuje GUS). Wyłamanie z sezonowego wzorca silnych spadków cen żywności w Polsce jest dokładna kopia tego, co wydarzyło się na Węgrzech i w Czechach. Wśród pozostałych elementów koszyka uwagę przykuwa dość silny wzrost w kategorii zdrowie (+0,6%), co jest pochodną relatywnie silnych wzrostów cen wyrobów farmaceutycznych. Dość duże spadki wystąpiły w cenach transportu (1,1% m/m), co związane jest po części ze spadkiem cen paliw (1,7% m/m), jak i usług transportowych. Podobnie, jak w Europie Zachodniej podrożała turystyka zorganizowana (ponad 4% m/m) i tu w szacunkach GUS zaczyna się pokazywać wzorzec coraz bardziej charakterystyczny dla krajów tej części Europy – ale o tym już pisaliśmy w kwietniu i maju. Szacujemy, że inflacja bazowa uplasowała się na poziomie 0,8%.

Kolejne miesiące powinny stać pod znakiem wzrostów cen żywności nieznacznie wyższych od sezonowych wzorców, zatrzymania spadków cen paliw, efektów bazowych z ubiegłego roku oraz powolnego wzrostu inflacji bazowej. Coraz silniej eksponowanym elementem bazowym powinny być ceny usług, podążające za kosztami pracy w tym sektorze. W konsekwencji, do końca roku inflacja będzie systematycznie rosła, zaś o grudniowej dynamice cen oraz zachowaniu inflacji w I kwartale zdecydują ceny paliw, które w na przełomie 2016 i 2017 roku wygenerowały potężny efekt bazowy.

Plan budżetu 2018

Zgodnie z opublikowanymi założeniami do budżetu państwa na 2018 r., zaplanowany deficyt wyniesie jedynie 41,5 mld PLN i będzie najniższy od 2012 roku. Na taki wynik mają złożyć się dochody w wysokości 355 mld PLN (wzrost w porównaniu do 325 mld PLN zaplanowanych na ten rok) i wydatki wynoszące 397 mld PLN (wobec planu na ten rok sięgającego 385 mld PLN). Od dłuższego czasu wiadomo było, że z uwagi na wzrost wydatków sektora finansów publicznych związanych z obniżeniem wieku emerytalnego – MF szacuje te koszty w pierwszym pełnym roku obowiązywania niższego wieku na ok. 9 mld PLN – oraz brak wpłaty zysku NBP, stanowiącej w 2017 r. 9 mld PLN (na przyszły rok zapisano zero), konstrukcja budżetu na 2018 r. będzie wyzwaniem. Tymczasem, obydwie w/w problemy zostały zasypane wyższymi wpływami podatkowymi i stosunkowo ograniczonym wzrostem wydatków budżetowych. W przypadku tych pierwszych Ministerstwo zakłada wzrost wpływów VAT z 154 mld PLN (prognoza wykonania na 2017) do 166 mld PLN, wpływów z PIT do 55 mld PLN z prognozowanych na ten rok 52 mld PLN, z CIT zaś – do 32 mld PLN przy prognozie wykonania 2017 r. na poziomie 30 mld PLN. Łącznie, jak łatwo policzyć, dochody podatkowe mają wzrosnąć o ponad 20 mld PLN w porównaniu do i tak bardzo dobrego roku bieżącego. Biorąc pod uwagę prognozy makroekonomiczne MF na 2018 r. (wzrost PKB o 3,8% i średnioroczna inflacja na poziomie 2,3%) i zakładając normalne relacje między inflacją a deflatorami głównych kategorii rachunków narodowych, zakładany na przyszły rok wzrost dochodów podatkowych przekracza przyrost nominalnego PKB. „Wydajność” systemu podatkowego ma zatem kolejny raz wzrosnąć. Nigdzie indziej nie widać tego lepiej niż w przypadku dochodów z VAT, które mają – w relacji do przybliżonej bazy podatkowej – być najwyższe w historii. Nie jest to całkowicie nierealistyczne założenie, zważywszy na kontynuację działań na rzecz uszczelnienia systemu podatkowego. Tym niemniej, najprawdopodobniej większość „nisko wiszących owoców” została już zerwana i krańcowy koszt uzyskania każdego kolejnego mld PLN wpływów powyżej wzrostu bazy podatkowej rośnie. Łatwiej – zważywszy na stan rynku pracy i wzrost udziału wynagrodzeń w PKB – dać wiarę założeniom dotyczącym przyszłorocznych wpływów PIT. Z tego względu, o ile projekt budżetu na 2018 r. nie ma oczywistych słabych punktów, sam budżet wydaje się być optymistyczny i ryzyka dla jego realizacji nie są już tak asymetryczne (po pozytywnej stronie), jak w ostatnich dwóch latach. Wreszcie, niewielki wzrost deficytu SFP w przyszłym roku (efekt wyższych wydatków samorządów i wyższego deficytu FUS przy nowym wieku emerytalnym) wydaje się pewny.

mBank Research

(Ernest Pytlarczyk, M. Mazurek, P. Bartkiewicz, K. Klimas)
research@mBank.pl

Finanse

Alior Bank kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

micchal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Alior Banku. Nowy Prezes Alior Banku, Michał Chyczewski, podtrzymał, że strategia Alior Banku będzie nadal kontynuowana. Zarząd banku będzie skoncentrowany na jak najszybszym osiągnięciu kluczowych wskaźników, czyli ROE na poziomie 14%, C/I <40% oraz NIM na poziomie ~4,5%. Prezes podtrzymał także oczekiwane synergije kosztowe z fuzji z bankiem BPH oraz podkreślił, że 3 z 5 członków Zarządu tworzyły bank od podstaw, co jest gwarantem sposobu zarządzania i realizacji strategii. Uważamy, że brak planowanej dywidendy przez kolejne dwa-trzy lata spowoduje znaczącą poprawę sytuacji kapitałowej banku, która była do tej pory piętą achillesową. Umożliwi to dalszy wzrost akcji kredytowej na poziomie 5-6 mld PLN netto rocznie, zgodnie z założeniami strategii Zarządu. Ponadto uważamy, że wynik netto po 1H'17 jest na dobrej drodze do prognozowanego przez nas poziomu 406 mln PLN w całym roku.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 501	1 946	2 815	3 153	3 429
Wynik prowizyjny	332	331	433	459	485
Wynik handlowy	282	342	349	356	363
Pozostałe przychody netto	82	621	124	134	141
Wynik pozaodsetkowy	695	1 295	906	950	990
WNDB	2 196	3 241	3 721	4 103	4 418
Koszty operacyjne	1 138	1 619	1 948	1 654	1 705
Zysk operacyjny	1 058	1 622	1 773	2 449	2 714
Saldo rezerw	672	800	1 017	1 095	1 166
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	386	822	757	1 354	1 547
Podatek	77	73	144	257	294
Zyski mniejszościowych	-1	0	0	0	0
Podatek bankowy	0	131	206	233	254
Zysk netto	310	618	406	863	999

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2017-19)	0	0%
Korekta o PV	851	6%
Etap II (2020-34)	9 516	62%
Etap III (2035-54)	3 497	23%
Wartość rezydualna	1 439	9%
Wartość godziwa	15 303	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	118,39	
Cena docelowa za 9M (PLN)	125,94	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	3 408	29%
Etap I (2017-19)	968	8%
Korekta o PV	189	2%
Etap II (2020-34)	5 468	46%
Etap III (2035-54)	1 789	15%
Wartość godziwa	11 822	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	91,46	
Cena docelowa za 9M (PLN)	97,29	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	15 303
Zyski ekonomiczne	50%	11 822
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		13 563
Podatek bankowy		-20,32
Wartość godziwa na akcję		84,61
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		90,00

Cena bieżąca

66,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

90,00 PLN

+36,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	90,00 PLN	2017-03-16

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	+6,9%	+0,4%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	+21,8%	-3,7%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M		14,6 mln PLN
MC (mln PLN)	8 531,0	Średni obrót 6M		21,2 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,7	-10,7%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	14,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 501	1 946	2 815	3 153	3 429
WNDB	2 196	3 241	3 721	4 103	4 418
Koszty	-1 138	-1 619	-1 948	-1 654	-1 705
Saldo rezerw	-672	-800	-1 017	-1 095	-1 166
Zysk netto	310	618	406	863	999
P/E	15,4	10,8	21,0	9,9	8,5
P/BV	1,4	1,4	1,3	1,1	0,9
ROE	9,5%	12,7%	6,3%	11,9%	11,9%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Kredyty netto	30 907	46 278	52 785	57 806	62 907
Pozostałe aktywa	9 096	14 931	16 168	17 400	18 428
Aktywa razem	40 003	61 210	68 953	75 206	81 334
Depozyty	33 664	51 369	57 400	61 784	66 108
Pozostałe zobowiązania	2 825	3 638	4 813	5 613	6 184
Udziały mniejszościowe	1	1	1	1	1
Kapitały własne	3 513	6 202	6 739	7 809	9 040

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NIM	4,5%	4,1%	4,6%	4,6%	4,6%
C/I	51,8%	49,9%	52,3%	40,3%	38,6%
CoR	2,3%	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%
NPL Ratio	9,3%	9,8%	10,0%	10,2%	10,3%
Tier 1	9,7%	11,3%	11,8%	12,3%	13,7%

BZ WBK akumuluj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Podwyższamy naszą rekomendację dla BZ WBK z trzymaj do akumuluj, jednocześnie podwyższając 9-miesięczną cenę docelową do 400,10 PLN/akcję. Wyższe od oczekiwań wyniki za 2Q'17 skłoniły nas do podniesienia naszych prognoz o 7%-12% na lata 2017-2019. Uważamy, że główne wsparcie dla wyników pochodzących będzie z niskiego kosztu ryzyka wspieranego przez rozwijającą się gospodarkę. Dodatkowo do naszych prognoz wliczyliśmy podwyżkę stóp procentowych w wysokości po +50 p.b. w 2018 i 2019 roku (poprzednio odpowiednio +75 p.b. i 25 p.b.). Uważamy, że dzięki wysokiemu zwrotowi z kapitałów własnych BZ WBK jest jednym z najbezpieczniejszych banków z ekspozycją na kredyty CHF. Wprowadzenie ustawy o wsparciu kredytobiorców obniżyłoby naszą wycenę o około 20 PLN na akcję, zaś ustawy spreadowej o kolejne ~5 PLN na akcję, co czyni przy obecnej wycenie rynkowej inwestycję w walory BZ WBK nadal bezpiecznymi. Zakładamy, że ewentualna ustawa CHF pochłonięłaby około 0,7 mld PLN zysku w przeciągu najbliższych 3 lat co nie przeszkodziłoby w utrzymaniu ROE na poziomie >11%, który jest poza zasięgiem większości banków w Polsce.

Cena bieżąca

369,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

400,10 PLN

+8,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	400,10 PLN	2017-09-01	
poprzednia	trzymaj	332,34 PLN	2017-05-08	
Podstawowe dane			BZW PW	vs. WIG
Ticker	BZW PW	Zmiana 1M	+8,0%	+1,5%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	+19,0%	-6,5%
Liczba akcji (mln)	104,6	Średni obrót 1M	13,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	38 667,0	Średni obrót 6M	20,7 mln PLN	
		P/E 12M fwd	15,2	+1,2%
Free float	30,0%	P/E 5Y avg	15,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 309	4 770	5 324	5 944	6 583
WNDB	7 540	7 606	7 784	8 518	9 278
Koszty	-3 579	-3 368	-3 263	-3 331	-3 424
Saldo rezerw	-811	-785	-608	-697	-774
Zysk netto	2 327	2 167	2 447	2 844	3 267
P/E	15,7	17,8	15,8	13,6	11,8
P/BV	2,0	2,0	1,8	1,5	1,4
ROE	13,0%	11,1%	11,7%	12,0%	12,3%
DPS	0,00	21,33	5,40	0,00	14,33
DYield	0,0%	5,8%	1,5%	0,0%	3,9%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy			-1,2%	-2,1%	+1,8%
Wynik prowizyjny			-0,2%	+1,4%	+2,6%
Koszty razem			-7,1%	-7,8%	-7,2%
Saldo rezerw			-29,2%	-24,0%	-20,9%
Zysk netto			+10,7%	+6,5%	+11,7%

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 309	4 770	5 324	5 944	6 583
Wynik prowizyjny	1 938	1 915	1 968	2 061	2 161
Wynik handlowy	1 129	780	352	370	388
Pozostałe przychody netto	164	141	141	144	146
Wynik pozaodsetkowy	3 231	2 836	2 461	2 575	2 696
WNDB	7 540	7 606	7 784	8 518	9 278
Koszty operacyjne	3 579	3 368	3 263	3 331	3 424
Zysk operacyjny	3 961	4 238	4 521	5 187	5 854
Saldo rezerw	811	785	608	697	774
Udział w jednostkach zał	28	55	65	65	65
Wynik brutto	3 178	3 509	3 979	4 555	5 146
Podatek	644	738	756	865	978
Zyski mniejszościowych	-207	-217	-320	-348	-371
Podatek bankowy	0	-387	-455	-498	-530
Zysk netto	2 327	2 167	2 447	2 844	3 267

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Kredyty netto	94 931	103 069	111 263	121 708	131 677
Pozostałe aktywa	44 778	47 031	47 782	48 562	49 361
Aktywa razem	139 709	150 100	159 045	170 270	181 038
Depozyty	101 245	112 522	116 121	121 973	130 884
Pozostałe zobowiązania	17 895	16 559	19 625	21 720	21 255
Udziały mniejszościowe	1 176	1 238	1 219	1 198	1 177
Kapitały własne	19 392	19 781	22 079	25 379	27 722

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NIM	3,3%	3,4%	3,6%	3,8%	3,9%
C/I	47,5%	44,3%	41,9%	39,1%	36,9%
CoR	0,8%	0,8%	0,5%	0,6%	0,6%
NPL Ratio	7,3%	6,6%	5,5%	5,0%	5,0%
Tier 1	14,1%	14,6%	16,0%	16,1%	16,8%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2017-19)	1 419	3%
Korekta o PV	799	2%
Etap II (2020-34)	30 099	65%
Etap III (2035-54)	10 255	22%
Wartość rezydualna	3 662	8%
Wartość godziwa	46 236	100%
Liczba akcji (mln)	105	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	441,95	
Cena docelowa za 9M (PLN)	470,12	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	18 503	41%
Etap I (2017-19)	4 185	9%
Korekta o PV	2 365	5%
Etap II (2020-34)	15 743	35%
Etap III (2035-54)	3 940	9%
Wartość godziwa	44 736	100%
Liczba akcji (mln)	105	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	427,61	
Cena docelowa za 9M (PLN)	454,87	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	46 236
Zyski ekonomiczne	50%	44 736
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		45 486
Podatek bankowy		-58,65
Wartość godziwa na akcję		376,12
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		400,10

Getin Noble Bank trzymaj (podtrzymana)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl

Obniżamy naszą 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 1,27 PLN/akcję. Nasza wycena zawiera wznowienie podatku bankowego po wyjściu z programu naprawczego, ale nie zawiera wpływu ustawy spreadowej, ani ustawy o dobrowolnym przewalutowaniu kredytów walutowych. Rewizja naszej ceny docelowej oraz prognoz wyniku z głębszej niż pierwotnie zakładaliśmy restrukturyzacji, jaką grupa przechodzi. Po bardzo słabym 1Q'17 (96 mln PLN straty) uważamy, że GNB zakończy 2017 rok stratą na poziomie 99,7 mln PLN. Oznacza to, że przy rosnących wagach ryzyka oraz wymaganych minimalnych wskaźnikach wypłacalności GNB naszym zdaniem będzie potrzebował podnieść kapitał o około 250 mln PLN. Uważamy, że rentowność banku przez długi okres może pozostać na bardzo niskim poziomie ze względu na wznowienie podatku bankowego po wyjściu z programu naprawczego czy obciążeniem banku składką na dobrowolne przewalutowanie (653 mln PLN w przeciągu pierwszych 3 lat). Nasze prognozy na lata 2018-19 znajdują się 15%-51% poniżej konsensusu.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 196	1 317	1 330	1 416	1 526
Wynik prowizyjny	327	126	173	187	201
Wynik handlowy	209	177	162	75	80
Pozostałe przychody netto	-70	-83	-121	-112	-104
Wynik pozaodsetkowy	466	221	215	149	177
WNDB	1 662	1 537	1 544	1 565	1 703
Koszty operacyjne	1 193	859	906	821	813
Zysk operacyjny	469	678	638	744	889
Saldo rezerw	430	660	763	658	586
Udział w jednostkach zał	34	-3	6	6	6
Wynik brutto	73	16	-119	92	310
Podatek	19	16	-23	17	59
Zyski mniejszościowych	-10	-4	-4	-4	-4
Podatek bankowy	0	38	0	0	0
Zysk netto	44	-42	-100	71	247

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2017-18)	0	0%
Korekta o PV	75	2%
Etap II (2019-33)	1 417	45%
Etap III (2034-53)	956	30%
Wartość rezydualna	704	22%
Wartość godziwa	3 152	100%
Liczba akcji (mln)	976	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	3,23	
Cena docelowa za 9M (PLN)	3,44	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	5 056	186%
Etap I (2016-18)	-967	-36%
Korekta o PV	143	5%
Etap II (2019-33)	-1 193	-44%
Etap III (2034-53)	-325	-12%
Wartość godziwa	2 714	100%
Liczba akcji (mln)	976	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	2,78	
Cena docelowa za 9M (PLN)	2,96	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	3 152
Zyski ekonomiczne	50%	2 714
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		2 933
Podatek bankowy		-1,82
Wartość godziwa na akcję		1,27
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		1,27

Cena bieżąca	1,28 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	1,27 PLN	-0,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	1,27 PLN	2017-09-01	
poprzednia	trzymaj	2,14 PLN	2017-03-01	
Podstawowe dane			GNB PW	vs. WIG
Ticker	GNB PW	Zmiana 1M	-9,2%	-15,7%
ISIN	PLGETBK00012	Zmiana YTD	-3,0%	-28,6%
Liczba akcji (mln)	883,4	Średni obrót 1M	1,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 130,7	Średni obrót 6M	2,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	17,2	+50,7%
Free float	49,8%	P/E 5Y avg	11,4	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 196	1 317	1 330	1 416	1 526
WNDB	1 662	1 537	1 544	1 565	1 703
Koszty	-1 193	-859	-906	-821	-813
Saldo rezerw	-430	-660	-763	-658	-586
Zysk netto	44	-42	-100	71	247
P/E	76,8	-	-	17,7	5,1
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
ROE	0,9%	-	-	1,3%	4,5%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz					
Wynik odsetkowy			-2,6%	-7,5%	0,0%
Wynik prowizyjny			+6,6%	-0,2%	0,0%
Koszty razem			+5,7%	-4,9%	0,0%
Saldo rezerw			+57,4%	+41,8%	0,0%
Zysk netto			n.m.	-80,8%	0,0%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Kredyty netto	49 225	46 666	44 418	42 134	40 417
Pozostałe aktywa	21 531	19 851	21 187	22 631	24 210
Aktywa razem	70 756	66 517	65 605	64 765	64 627
Depozyty	55 726	53 041	52 440	51 444	50 493
Pozostałe zobowiązania	9 866	8 362	7 862	7 947	8 513
Udziały mniejszościowe	0	7	7	8	8
Kapitały własne	5 164	5 108	5 296	5 367	5 614

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NIM	1,8%	2,0%	2,1%	2,3%	2,5%
C/I	71,8%	55,9%	58,7%	52,5%	47,8%
CoR	0,8%	1,3%	1,6%	1,4%	1,3%
NPL Ratio	13,2%	14,7%	13,8%	13,0%	13,0%
Tier 1	11,1%	12,3%	12,5%	13,2%	14,3%

Handlowy akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj dla Banku Handlowego. Uważamy, że w wynikach za 2Q'17 Bank Handlowy zaskoczył pozytywnie marżą odsetkową, która wzrosła o 10 p.b. Q/Q. Jednocześnie bank pozostaje beneficjentem dobrej sytuacji makroekonomicznej co przekłada się na niski koszt ryzyka na poziomie 29 p.b. Nasze prognozy na Bank Handlowy są obecnie 7% powyżej zanalizowanych wyników za 1H'17. Niemniej jednak oczekujemy poprawy wyników w 2H'17 szczególnie po stronie wyniku na działalności handlowej, która w 1H'17 była piętą achillesową banku. Ponadto oczekujemy, że Bank Handlowy wyróżni się na tle spółek porównywalnych dywidendą, którą szacujemy na 4,24 PLN na akcję w 2018 roku. Ponadto, w przypadku ogłoszenia ustawy spreadowej, podniesienia wag ryzyka dla banków z ekspozycją na CHF oraz wprowadzeniem programu dobrowolnego programu przewalutowania kredytów sentyment do banków bez CHF i z silną pozycją kapitałową i bilansową będzie znacznie lepszy szczególnie biorąc pod uwagę dynamicznie rozwijającą się gospodarkę.

RZiS

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	1 164	977	1 004	1 035	1 241
Wynik prowizyjny	619	631	561	582	606
Wynik handlowy	618	449	497	374	368
Pozostałe przychody netto	64	48	19	71	75
Wynik pozaodsetkowy	1 301	1 128	1 078	1 028	1 049
WNDB	2 465	2 104	2 082	2 063	2 290
Koszty operacyjne	1 316	1 331	1 202	1 217	1 246
Zysk operacyjny	1 150	774	879	846	1 044
Saldo rezerw	-18	-17	46	59	65
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	1 168	791	834	787	979
Podatek	220	164	163	149	186
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	0	0	69	83	87
Zysk netto	947	626	602	554	706

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2017-18)	1 148	10%
Korekta o PV	521	4%
Etap II (2019-33)	7 415	62%
Etap III (2034-53)	2 076	17%
Wartość rezydualna	756	6%
Wartość godziwa	11 916	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	91,20	
Cena docelowa za 9M (PLN)	97,01	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 097	74%
Etap I (2016-18)	1	0%
Korekta o PV	47	0%
Etap II (2019-33)	1 854	17%
Etap III (2034-53)	986	9%
Wartość godziwa	10 985	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	84,08	
Cena docelowa za 9M (PLN)	89,44	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	11 916
Zyski ekonomiczne	50%	10 985
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		11 450
Podatek bankowy		87,64
Wartość godziwa na akcję		-7,73
Koszt kapitału 9M		79,90
Cena docelowa za 9M (PLN)		85,00

Cena bieżąca

71,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

85,00 PLN

+19,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	85,00 PLN	2017-01-27

Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	+3,2%	-3,3%
ISIN	PLBH000000012	Zmiana YTD	-1,2%	-26,7%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	3,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 276,8	Średni obrót 6M	4,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	16,3	+2,5%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	977	1 004	1 035	1 241
WNDB	2 052	2 082	2 063	2 290
Koszty	-1 278	-1 202	-1 217	-1 246
Saldo rezerw	17	-46	-59	-65
Zysk netto	626	602	554	706
P/E	14,8	15,4	16,7	13,1
P/BV	1,4	1,4	1,4	1,3
ROE	8,8%	8,8%	8,1%	10,1%
DPS	7,43	4,68	4,60	4,24
DYield	10,5%	6,6%	6,5%	6,0%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%

Bilans

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P
Kredyty netto	15 749	16 942	17 170	17 775	18 549
Pozostałe aktywa	34 095	32 565	28 040	28 076	29 303
Aktywa razem	49 844	49 507	45 210	45 851	47 852
Depozyty	26 517	28 205	33 937	27 074	27 781
Pozostałe zobowiązania	15 916	14 451	4 483	11 911	12 971
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	7 411	6 851	6 790	6 866	7 100

Wskaźniki

(%)	2014	2015	2016	2017P	2018P
NIM	2,6%	2,1%	2,2%	2,4%	2,8%
C/I	53,4%	63,2%	58,9%	59,0%	54,4%
CoR	-0,1%	-0,1%	0,3%	0,3%	0,3%
NPL Ratio	5,3%	3,6%	3,3%	4,5%	4,5%
Tier 1	17,5%	17,1%	17,4%	18,0%	17,6%

ING BSK redukuje (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację redukuje dla ING BSK. Wyniki za 1H'17 wpisują się w naszą prognozę zysku netto na poziomie 1,46 mld PLN. Jednocześnie uważamy, że pozytywna dynamika wyników w 2017 roku została już w pełni zdyskontowana przez rynek. Doceniamy bank za dynamiczny wzrost akcji kredytowej oraz za konserwatywny bilans bez znaczącej ekspozycji na kredyty CHF. Z drugiej strony uważamy, że pozycja kapitałowa ING BSK pozostaje gorsza niż w przypadku takich banków jak Bank Handlowy czy Bank Pekao co z kolei przekłada się na niższe możliwości dywidendowe. Ponadto oczekujemy niższej wrażliwości spółki na ruchy stóp procentowych co było jej niewątpliwym atutem w cyklu obniżek. Ze względu na ponadprzeciętny zwrot z kapitałów ING BSK w kolejnych dwóch latach, premia do sektora na wskaźniku P/E jest uzasadniona, ale jej poziom powinien być niższy niż w przypadku banków, które płacą wysoką dywidendę.

Cena bieżąca	200,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	152,39 PLN	-23,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	152,39 PLN	2017-04-05

Podstawowe dane		ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	+9,7% +3,2%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	+23,9% -1,6%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	2,4 mln PLN
MC (mln PLN)	26 020,0	Średni obrót 6M	3,4 mln PLN
		P/E 12M fwd	16,3 +4,9%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,6 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	2 467	2 953	3 411	3 826
WNDB	3 778	4 325	4 644	5 124
Koszty	-2 156	-2 099	-2 139	-2 213
Saldo rezerw	-232	-301	-281	-402
Zysk netto	1 127	1 253	1 461	1 649
P/E	23,1	20,8	17,8	15,8
P/BV	2,4	2,5	2,0	1,8
ROE	10,7%	11,8%	12,4%	11,9%
DPS	4,00	4,30	0,00	2,81
DYield	2,0%	2,1%	0,0%	1,4%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	2 330	2 467	2 953	3 411	3 826
Wynik prowizyjny	1 063	1 017	1 065	1 099	1 157
Wynik handlowy	119	273	287	124	130
Pozostałe przychody netto	20	21	19	11	11
Wynik pozaodsetkowy	1 202	1 311	1 371	1 234	1 298
WNDB	3 533	3 778	4 325	4 644	5 124
Koszty operacyjne	1 930	2 156	2 099	2 139	2 213
Zysk operacyjny	1 603	1 622	2 225	2 506	2 910
Saldo rezerw	268	232	301	281	402
Udział w jednostkach zał	12	0	0	0	0
Wynik brutto	1 347	1 390	1 925	2 225	2 509
Podatek	307	263	391	423	477
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	0	0	280	341	383
Zysk netto	1 041	1 127	1 253	1 461	1 649

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2017-18)	383	2%
Korekta o PV	1 320	5%
Etap II (2019-33)	14 815	61%
Etap III (2034-53)	6 112	25%
Wartość rezydualna	1 659	7%
Wartość godziwa	24 289	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	186,69	
Cena docelowa za 9M (PLN)	198,60	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	10 472	48%
Etap I (2016-18)	2 024	9%
Korekta o PV	92	0%
Etap II (2019-33)	7 547	35%
Etap III (2034-53)	1 604	7%
Wartość godziwa	21 738	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	167,09	
Cena docelowa za 9M (PLN)	177,74	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	24 289
Zyski ekonomiczne	50%	21 738
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		23 014
Podatek bankowy		-33,63
Wartość godziwa na akcję		143,26
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		152,39

Millennium sprzedaj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian rekomendację sprzedaj dla Banku Millennium (cena docelowa 5,81 PLN). Uważamy, że rynek nadal nie uwzględnia potencjalnych negatywnych przyszłych zdarzeń związanych z ekspozycją na kredyty CHF, takich jak rekomendacje KSF czy ustawa spreadowa. Ponadto uważamy, że dobre wyniki w 2Q'17 nie usprawiedliwiają premii do wartości księgowej banku. Oczekujemy, że Bank Millennium nie wypłaci dywidendy przez co najmniej kolejne dwa lata. Wzrastający kapitał przełoży się negatywnie na wskaźnik ROE banku, które spadnie według naszych szacunków z 10% w 2016 do 8,4% w 2017 r. Ponadto gromadzona nadwyżka kapitałowa może zostać skonsumowana przez ewentualną ustawę CHF, która zmusi banki do dobrowolnego przewalutowania kredytów CHF. Szacujemy, że w pierwszych trzech latach działania ustawy Bank Millennium poniesie koszty rzędu 867 mln PLN, a ROE nie przekroczy 6,1%.

Cena bieżąca

7,45 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,81 PLN

-22,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	5,81 PLN	2017-05-08

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	0,0%	-6,5%
ISIN	PLBIG00000016	Zmiana YTD	+43,5%	+18,0%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	4,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 037,7	Średni obrót 6M	4,7 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,9	-2,8%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	13,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	1 365	1 506	1 603	1 736
WNDB	2 239	2 628	2 443	2 595
Koszty	-1 309	-1 112	-1 191	-1 219
Saldo rezerw	-241	-231	-246	-248
Zysk netto	547	701	634	722
P/E	16,5	12,9	14,3	12,5
P/BV	1,4	1,3	1,1	1,0
ROE	9,0%	10,5%	8,5%	8,6%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	1 454	1 365	1 502	1 603	1 736
Wynik prowizyjny	612	596	569	591	605
Wynik handlowy	203	220	485	206	210
Pozostałe przychody netto	39	58	45	43	44
Wynik pozaodsetkowy	854	874	1 098	840	859
WNDB	2 308	2 239	2 601	2 443	2 595
Koszty operacyjne	1 204	1 309	1 252	1 191	1 219
Zysk operacyjny	1 104	930	1 349	1 252	1 375
Saldo rezerw	265	241	228	246	248
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	838	688	1 121	1 006	1 128
Podatek	188	141	252	191	214
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	0	0	176	181	192
Zysk netto	651	547	692	634	722

Bilans

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P
Kredyty netto	44 143	46 369	45 646	46 014	45 757
Pozostałe aktywa	16 598	19 866	21 482	24 108	27 184
Aktywa razem	60 740	66 235	67 128	70 122	72 941
Depozyty	47 591	52 810	54 695	56 181	57 708
Pozostałe zobowiązania	7 384	6 982	5 297	5 995	6 385
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	5 765	6 443	7 135	7 946	8 848

Wskaźniki

(%)	2014	2015	2016	2017P	2018P
NIM	2,5%	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%
C/I	52,2%	58,5%	48,1%	48,8%	47,0%
CoR	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
NPL Ratio	4,2%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Tier 1	14,0%	16,4%	18,1%	18,0%	20,1%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2017-18)	0	0%
Korekta o PV	481	5%
Etap II (2019-33)	5 907	65%
Etap III (2034-53)	1 766	19%
Wartość rezydualna	950	10%
Wartość godziwa	9 104	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	7,50	
Cena docelowa za 9M (PLN)	7,98	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	6 474	81%
Etap I (2016-18)	622	8%
Korekta o PV	34	0%
Etap II (2019-33)	850	11%
Etap III (2034-53)	1	0%
Wartość godziwa	7 981	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	6,58	
Cena docelowa za 9M (PLN)	7,00	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	9 104
Zyski ekonomiczne	50%	7 981
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		8 543
Podatek bankowy		-1,58
Wartość godziwa na akcję		5,46
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		5,81

Pekao akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj dla Pekao. Uważamy, że zmiany w zarządzie oraz u głównego akcjonariusza były główną przyczyną osłabienia sentymentu do akcji banku. Spełnienie zapowiedzi nowego zarządu odnośnie kontynuacji polityki dywidendowej oraz niskiego profilu ryzyka powinno odbudować zaufanie i przełożyć się na przynajmniej częściowe odzyskanie premii do rynku, szczególnie w świetle nadchodzących regulacji dla banków z ekspozycją na CHF. Na 12M wskaźniku forward P/E Bank Pekao notowany jest z zaledwie 3% premią do PKO BP wobec 27% premii historycznej. Uważamy, że taka sytuacja jest nieuzasadniona przede wszystkim ze względu na lepszy profil ryzyka Pekao oraz możliwości dywidendowe, których w PKO BP praktycznie nie ma. Obecną przecenę postrzegamy jako okazję inwestycyjną. Jednocześnie oczekujemy, że konsensus zysku netto na 2017 rok dla Pekao powinien wzrosnąć ze względu na zysk jednorazowy z transakcji Pioneer (+400 mln PLN netto), która najprawdopodobniej będzie miała miejsce w 3Q'17.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 167	4 382	4 622	5 108	5 840
Wynik prowizyjny	2 006	1 959	2 349	2 530	2 682
Wynik handlowy	677	939	481	78	94
Pozostałe przychody netto	145	21	52	56	61
Wynik pozaodsetkowy	2 827	2 920	2 882	2 663	2 837
WNDB	6 994	7 302	7 504	7 772	8 678
Koszty operacyjne	3 758	3 494	3 486	3 536	3 599
Zysk operacyjny	3 235	3 808	4 018	4 236	5 079
Saldo rezerw	518	501	523	578	652
Udział w jednostkach zał	113	39	39	77	78
Wynik brutto	2 831	3 346	3 533	3 734	4 505
Podatek	538	617	671	710	856
Zyski mniejszościowych	-1	0	0	-1	-1
Podatek bankowy	0	450	527	577	633
Zysk netto	2 292	2 279	2 335	2 448	3 016

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	3 808	9%
Korekta o PV	191	0%
Etap II (2020-34)	29 411	69%
Etap III (2035-54)	7 948	19%
Wartość rezydualna	1 371	3%
Wartość godziwa	42 729	100%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	162,88	
Cena docelowa za 9M (PLN)	173,26	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	23 907	56%
Etap I (2017-19)	2 541	6%
Korekta o PV	1 897	4%
Etap II (2020-34)	12 421	29%
Etap III (2035-54)	2 850	7%
Wartość godziwa	43 617	102%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	166,18	
Cena docelowa za 9M (PLN)	176,77	

Cena bieżąca 127,95 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 145,42 PLN **+13,7%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	145,42 PLN	2017-07-18

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	+2,5%	-4,0%
ISIN	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	+9,2%	-16,3%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	71,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	33 583,0	Średni obrót 6M	94,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,5	-10,1%
Free float	49,9%	P/E 5Y avg	16,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 167	4 382	4 622	5 108	5 840
WNDB	6 994	7 302	7 504	7 772	8 678
Koszty	-3 758	-3 494	-3 486	-3 536	-3 599
Saldo rezerw	-518	-501	-523	-578	-652
Zysk netto	2 292	2 279	2 335	2 448	3 016
P/E	14,6	14,7	14,4	13,7	11,1
P/BV	1,4	1,5	1,5	1,4	1,4
ROE	9,7%	9,8%	10,3%	10,7%	12,5%
DPS	10,00	8,70	8,68	8,01	8,39
DYield	7,8%	6,8%	6,8%	6,3%	6,6%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Kredyty netto	122 059	122 664	129 256	140 739	153 898
Pozostałe aktywa	46 726	51 551	53 693	56 215	58 804
Aktywa razem	168 786	174 215	182 949	196 953	212 702
Depozyty	128 868	137 816	144 764	151 423	158 479
Pozostałe zobowiązania	16 494	13 487	15 677	22 073	29 379
Udziały mniejszościowe	16	15	14	12	11
Kapitały własne	23 408	22 897	22 494	23 445	24 833

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NIM	2,6%	2,7%	2,7%	2,8%	3,0%
C/I	54,3%	48,4%	47,1%	46,1%	42,1%
CoR	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
NPL Ratio	6,3%	6,0%	5,8%	5,5%	5,5%
Tier 1	17,7%	17,6%	17,0%	17,0%	17,0%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	42 729
Zyski ekonomiczne	50%	43 617
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		164,53
Podatek bankowy		-27,83
Wartość godziwa na akcję		136,70
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		145,42

PKO BP redukuje (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację redukuje oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 31,20 PLN/akcję. Wyniki za 2Q'17 są zgodne z naszą całoroczną prognozą zysku netto na poziomie 2,9 mld PLN. Jednocześnie oczekujemy, że konsensus w dalszym ciągu będzie konwergował w kierunku naszych prognoz. Uważamy, że dobre wyniki banku w 1H'17 oraz generalnie dobra perspektywa dla gospodarki powinny znaleźć się w cieniu restrukturyzacji ekspozycji banków na kredyty CHF, których PKO BP nominalnie posiada najwięcej. Szacujemy, że ewentualna ustawa o wsparciu kredytobiorców hipotecznych i dobrowolnej restrukturyzacji może kosztować bank 1,4 mld PLN w przeciągu pierwszych trzech lat. Konsekwencją wprowadzenia programu będzie presja na ROE, które naszym zdaniem będzie się utrzymywać poniżej kosztu kapitału (8,5%) przez kolejne 4 lata (przy założeniu wznowieniu dywidend na poziomie wypłaty 50%). Biorąc pod uwagę ryzyka oraz coraz mniej pewne podwyżki stóp procentowych w 2018 roku uważamy, że bank obecnie nie powinien być notowany z premią do własnej wartości księgowej.

Cena bieżąca

36,68 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

31,20 PLN

-14,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	31,20 PLN	2017-03-01

Podstawowe dane			PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+6,4%	-0,0%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	+30,3%	+4,8%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	52,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	45 850,0	Średni obrót 6M	68,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,5	+12,6%
Free float	68,6%	P/E 5Y avg	12,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	7 029	7 755	8 516	9 453
WNDB	10 962	12 121	12 657	13 668
Koszty	-6 333	-5 590	-6 053	-6 148
Saldo rezerw	-1 476	-1 623	-1 893	-2 025
Zysk netto	2 610	2 874	2 936	3 321
P/E	17,6	16,0	15,6	13,8
P/BV	1,5	1,4	1,2	1,1
ROE	9,0%	9,1%	8,5%	8,5%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz	2017P	2018P	2019P	
Wynik odsetkowy	0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny	0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem	0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw	0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	7 523	7 029	7 755	8 516	9 453
Wynik prowizyjny	2 934	2 851	2 693	2 808	2 872
Wynik handlowy	468	508	1 024	635	632
Pozostałe przychody netto	571	575	649	698	712
Wynik pozaodsetkowy	3 972	3 933	4 366	4 141	4 216
WNDB	11 495	10 962	12 121	12 657	13 668
Koszty operacyjne	5 593	6 333	5 920	6 053	6 148
Zysk operacyjny	5 901	4 629	6 200	6 604	7 520
Saldo rezerw	1 899	1 476	1 623	1 893	2 025
Udział w jedn. zal.	32	38	35	42	44
Wynik brutto	4 035	3 191	4 612	4 752	5 539
Podatek	-792	-589	-907	-903	-1 052
Zyski mniejszościowych	11	8	-2	-1	-1
Podatek bankowy	0	0	829	913	1 164
Zysk netto	3 254	2 610	2 874	2 936	3 321

Bilans

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P
Kredyty netto	179 497	190 414	200 607	207 178	216 522
Pozostałe aktywa	69 203	76 502	84 966	87 082	90 846
Aktywa razem	248 701	266 916	285 573	294 260	307 368
Depozyty	174 387	195 758	205 066	209 511	215 028
Pozostałe zobowiązania	46 698	40 892	47 938	48 015	51 372
Udziały mniejszościowe	-10	-18	-16	-25	-26
Kapitały własne	27 626	30 283	32 585	36 760	40 994

Wskaźniki

(%)	2014	2015	2016	2017P	2018P
NIM	3,6%	2,9%	3,0%	3,1%	3,3%
C/I	48,7%	57,8%	48,8%	47,8%	45,0%
CoR	1,1%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%
NPL Ratio	6,9%	6,6%	5,9%	6,2%	6,2%
Tier 1	11,7%	13,3%	14,5%	14,8%	16,2%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2017-18)	0	0%
Korekta o PV	1 367	3%
Etap II (2019-33)	31 077	62%
Etap III (2034-53)	12 325	24%
Wartość rezydualna	5 633	11%
Wartość godziwa	50 402	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	40,32	
Cena docelowa za 9M (PLN)	42,89	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	30 535	62%
Etap I (2016-18)	2 750	6%
Korekta o PV	209	0%
Etap II (2019-33)	11 541	23%
Etap III (2034-53)	4 208	9%
Wartość godziwa	49 244	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	39,40	
Cena docelowa za 9M (PLN)	41,91	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	50 402
Zyski ekonomiczne	50%	49 244
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		49 823
		39,86
Podatek bankowy		-10,53
Wartość godziwa na akcję		29,33
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		31,20

Komercni Banka akumuluj (podtrzymana)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl

Podwyższamy naszą cenę docelową do poziomu 1 111 CZK na akcję jednocześnie podtrzymując rekomendację akumuluj. Uważamy, że wyniki Komercni Banka na lata 2017-19 są niedoszacowane przez rynek o 4%-10%. Nasze prognozy zostały podniesione o 5%-12% na lata 2017-19 głównie za sprawą niższego niż poprzednio oczekiwaliśmy kosztu ryzyka oraz szybszych podwyżek stóp procentowych. Dodatkowym wsparciem dla wyników w 2017 roku jest sprzedaż kwatery głównej przez bank, która przyniosła 0,8 mld CZK i przełoży się na wyższą dywidendę. Uważamy, że wysoka rentowność Komercni Banka przełoży się na wskaźnik DY na poziomie około 4,5% (przy wypłacie 55% zysku netto) w kolejnych dwóch latach. Komercni Banka zasługuje na premię wobec polskiego sektora bankowego ze względu na wyższy poziom ROE (13% wobec 8%), DY (ponad 4% wobec 2%) oraz brak ryzyka systemowego. Obecna wycena rynkowa stwarza nadal okazję inwestycyjną.

RZiS

(mln CZK)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy netto	21 357	21 067	21 063	24 595	27 952
Wynik prowizyjny	6 968	6 683	6 560	6 649	6 807
Wynik handlowy	2 610	3 837	3 290	2 632	2 711
Pozostałe przychody	109	163	196	205	216
WNDB	31 044	31 750	31 109	34 082	37 686
Koszty operacyjne	-14 352	-14 026	-13 299	-14 692	-15 061
Wynik operacyjny	16 692	17 724	17 810	19 390	22 625
Saldo rezerw	-1 075	-1 818	-274	-1 388	-1 534
Zysk operacyjny netto	15 617	15 906	17 536	18 002	21 091
Zysk jednostek zależnych	153	967	220	231	243
Wypłaty emerytalne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	15 770	16 873	17 756	18 233	21 333
Podatek dochodowy	-2 638	-2 799	-3 054	-3 100	-3 627
Zyski mniejszościowych	374	386	382	378	375
Zysk netto	12 758	13 688	14 320	14 755	17 332

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln CZK)	wartość	udział
Etap I (2017-18)	14 803	7%
Korekta o PV	-2 891	-1%
Etap II (2019-33)	138 392	66%
Etap III (2034-53)	37 780	18%
Wartość rezydualna	21 026	10%
Wartość godziwa	209 111	100%

Liczba akcji (mln)	189
Koszt kapitału	6,0%
Wartość godziwa na akcję (CZK)	1 107
Cena docelowa za 9M (CZK)	1 157

Model zysków ekonomicznych

(mln CZK)	wartość	udział
Początkowe TNAV	90 579	47%
Etap I (2016-18)	26 928	14%
Korekta o PV	583	0%
Etap II (2019-33)	64 439	33%
Etap III (2034-53)	9 936	5%
Wartość godziwa	192 465	100%

Liczba akcji (mln)	189
Koszt kapitału	6,0%
Wartość godziwa na akcję (CZK)	1 019
Cena docelowa za 9M (CZK)	1 065

Cena bieżąca	966,50 CZK	potencjał zmiany
Cena docelowa	1 111,00 CZK	+15,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	1 111,00 CZK	2017-09-01	
poprzednia	akumuluj	1 011,37 CZK	2017-01-27	
Podstawowe dane		KOMB CP	vs. WIG	
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	+5,5%	-1,0%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+14,4%	-11,2%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	82,9 mln CZK	
MC (mld CZK)	182,5	Średni obrót 6M	115,9 mln CZK	
		P/E 12M fwd	14,0	+2,0%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	13,7	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	21 357	21 069	21 063	24 595	27 952
WNDB	31 044	31 751	31 109	34 082	37 686
Koszty	-14 352	-14 026	-13 299	-14 692	-15 061
Saldo rezerw	-1 075	-1 817	-274	-1 388	-1 534
Zysk netto	12 758	13 689	14 320	14 755	17 332
P/E	14,3	13,3	12,7	12,4	10,5
P/BV	1,8	1,8	1,7	1,6	1,4
ROE	12,2%	13,4%	13,5%	13,0%	14,2%
DPS	62,00	62,00	40,00	42,00	43,00
DYield	6,4%	6,4%	4,1%	4,3%	4,4%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
Wynik odsetkowy		-4,9%	+2,7%	0,0%	
Wynik prowizyjny		-4,6%	-5,8%	0,0%	
Koszty razem		-4,8%	+3,6%	0,0%	
Saldo rezerw		-86,0%	-36,5%	0,0%	
Zysk netto		+12,0%	+4,5%	0,0%	

Bilans

(mld CZK)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Kredyty netto	533	580	646	722	807
Pozostałe aktywa	359	343	462	480	499
Aktywa razem	892	923	1 109	1 202	1 306
Depozyty	656	699	799	836	875
Pozostałe zobowiązania	129	118	197	245	300
Udziały mniejszościowe	4	4	4	4	4
Kapitały własne	102	102	109	117	127

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NIM	2,4%	2,4%	2,2%	2,2%	2,3%
C/I	46,2%	44,2%	42,7%	43,1%	40,0%
CoR	0,2%	0,3%	0,0%	0,2%	0,2%
NPL Ratio	4,2%	3,8%	4,1%	4,1%	4,1%
Tier 1	16,3%	16,2%	16,5%	16,8%	17,1%

Podsumowanie wyceny

(mln CZK)	waga	wycena
DDM	50%	209 111
Zyski ekonomiczne	50%	192 465
Średnia wartość godziwa na akcję (CZK)		200 788
		1 063
Koszt kapitału 9M		4,5%
Cena docelowa za 9M (CZK)		1 111

Erste Bank trzymaj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po wzroście kursu o 26,5% od początku roku walory Erste Banku osiągnęły poziom naszej wyceny. Obniżamy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj. Nasza prognoza na 2017 roku jest zgodna z wynikami za 1H'17 oraz z oczekiwaniami Zarządu, który wskazał poziom ROTE >10%. Po wynikach za 2Q'17 Zarząd wskazał, że bank może zaskoczyć rynek znacznie niższym saldem rezerw (10 p.b. w 2H'17) wspartym dodatkowo przez rozwiązania rezerw w Rumunii. Uważamy, że wyniki w 2Q'17 nie stanowią przesłanki do podwyżki konsensusu. W kolejnych latach Erste Bank oczekuje wzrostu marży odsetkowej związanej ze środowiskiem wyższych stóp procentowych oraz niższych kosztów operacyjnych (C/I docelowo na poziomie 55%). Finalnie uważamy, że rynek może zostać zaskoczony przez wzrost wolumenów w 2017 roku oraz kolejne podwyżki stóp procentowych w Czechach (pierwsza była już w sierpniu), co powinno pozwolić na wzrost wyniku odsetkowego. Uważamy, że dobre perspektywy wyników w 2017 są obecnie w pełni wycenione przez rynek.

Cena bieżąca

35,50 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

35,98 EUR

+1,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	35,98 EUR	2017-06-02

Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	+5,9%	-0,6%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+32,3%	+6,8%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	17,9 mln EUR	
MC (mln EUR)	15 255,8	Średni obrót 6M	24,3 mln EUR	
		P/E 12M fwd	12,1	+7,6%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	11,2	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2015	2016	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	4 445	4 347	4 375	4 617
WNDB	6 584	6 484	6 555	6 807
Koszty	-3 869	-4 028	-4 042	-4 099
Saldo rezerw	-729	-196	-486	-532
Zysk netto	968	1 265	1 237	1 388
P/E	15,8	12,1	12,3	11,0
P/BV	1,4	1,2	1,2	1,1
ROE	9,3%	10,8%	9,7%	10,3%
DPS	0,00	0,50	1,00	0,93
DYield	0,0%	1,4%	2,8%	2,6%
Zmiana prognoz				
		2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln EUR)	2014	2015	2016	2017P	2018P
Wynik odsetkowy netto	4 495	4 445	4 375	4 431	4 617
Wynik prowizyjny	1 870	1 862	1 783	1 792	1 841
Wynik handlowy	332	278	326	333	350
WNDB	6 697	6 584	6 484	6 555	6 807
Poz. wynik operacyjny	-1 298	-111	79	82	112
Podatek bankowy	-256	-236	-389	-116	-104
Koszty operacyjne	-3 787	-3 869	-4 028	-4 042	-4 099
Zysk operacyjny	1 356	2 368	2 146	2 480	2 716
Saldo rezerw	-2 084	-729	-196	-486	-532
Zysk operacyjny netto	-728	1 639	1 950	1 994	2 184
Zyski nadzwyczajne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	-728	1 639	1 950	1 994	2 184
Podatek dochodowy	-521	-364	-414	-454	-489
Zyski mniejszościowych	-133	-307	-272	-303	-307
Zysk netto	-1 383	968	1 265	1 237	1 388

Bilans

(mln EUR)	2014	2015	2016	2017P	2018P
Kredyty netto	128 325	131 906	135 267	140 941	147 316
Pozostałe aktywa	67 963	67 458	75 438	74 272	77 351
Aktywa razem	196 287	199 364	210 705	215 212	224 667
Depozyty	122 583	127 946	138 013	139 990	145 327
Pozostałe zobowiązania	60 261	56 611	56 587	57 877	60 682
Udziały mniejszościowe	3 605	3 802	4 142	4 424	4 731
Kapitały własne	9 838	11 005	11 963	12 921	13 927

Wskaźniki

(%)	2014	2015	2016	2017P	2018P
NIM	2,4%	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%
C/I	75,9%	60,4%	60,9%	60,4%	58,6%
CoR	1,6%	0,6%	0,1%	0,4%	0,4%
NPL Ratio	8,5%	7,1%	4,9%	6,6%	6,5%
Tier 1	10,6%	12,0%	12,5%	13,2%	13,7%

Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto				P/E		BV	P/BV
			2016	2017	2018	2016	2017	2018	2017	2017
Austria	5 798	13,49	525	450	465	11,1	12,9	12,5	3 503	1,7
Savings Banks	161	0,37	39	16	16	4,2	10,0	10,0	2 190	0,1
Erste Oesterreich	2 647	6,16	247	212	214	10,7	12,5	12,4	1 313	2,0
Austria pozostała	2 990	6,96	239	221	235	12,5	13,5	12,7	1 492	2,0
CEE ogółem	14 587	33,94	1 255	1 039	1 159	11,6	14,0	12,6	4 833	3,0
Republika Czeska	8 276	19,26	552	544	612	15,0	15,2	13,5	1 955	4,2
Rumunia	1 796	4,18	258	163	174	6,9	11,0	10,4	988	1,8
Słowacja	2 965	6,90	215	205	224	13,8	14,4	13,2	654	4,5
Węgry	718	1,67	122	49	68	5,9	14,6	10,6	512	1,4
Chorwacja	697	1,62	96	65	69	7,2	10,7	10,1	599	1,2
Serbia	135	0,31	11	12	13	12,2	11,5	10,0	125	1,1
Pozostałe	-5 651	-13,15	-486	-251	-236	11,6	22,5	23,9	2 266	-2,5
Grupa Erste ogółem	14 734	34,28								

Podsumowanie wyceny

(mln EUR)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		6,6%
DDM	50%	14 419
Zyski ekonomiczne	50%	15 050
Średnia wartość godziwa na akcję (EUR)		14 734
Koszt kapitału 9M		5,0%
Cena docelowa za 9M (EUR)		35,98

OTP Bank trzymaj (obniżona)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl

Obniżamy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj dla OTP Bank jednocześnie podnosząc cenę docelową do poziomu 10 901 HUF na akcję. Dobre wyniki w 2Q'17 skłoniły nas do podwyższenia prognoz dla banku o 5-18% w latach 2017-18. Wyższe prognozy są efektem bardzo niskiego salda rezerw jakie bank raportuje przez ostatnie kwartały. Jednocześnie uważamy, że sytuacja ta znormalizuje się w kolejnych kwartałach, przez co zysk netto w 2018 roku nieznacznie spadnie o 3%. Nasze prognozy są obecnie o 2-8% wyższe od konsensusu. OTP Bank zasługuje na premię do pozostałych banków w regionie ze względu na najlepsze ROE w sektorze (14%-17%) oraz konserwatywny bilans (kredyty/depozyty 68%; Tier1 13,2%). Uważamy, że bank prezentuje dobrą ekspozycję na wzrost gospodarczy w regionie CEE, w szczególności w Rosji (niższy koszt ryzyka, rosnące wolumeny oraz na umocnienie Rubla).

Cena bieżąca	10 445,00 HUF	potencjał zmiany
Cena docelowa	10 901,00 HUF	+4,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	10 901,00 HUF	2017-09-01	
poprzednia	akumuluj	9 031,25 HUF	2017-03-01	
Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	+15,4%	+8,9%
ISIN	HU00000061726	Zmiana YTD	+27,3%	+1,7%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	4,1 mld HUF	
MC (mld HUF)	2 789,2	Średni obrót 6M	4,7 mld HUF	
		P/E 12M fwd	12,1	+27,0%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	9,6	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln HUF)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	553	522	547	576	601
WNDB	759	738	801	841	878
Koszty	-392	-400	-426	-432	-439
Saldo rezerw	-221	-93	-60	-82	-89
Zysk netto	64	202	250	244	261
P/E	43,9	13,8	11,2	11,4	10,7
P/BV	2,3	2,0	1,8	1,6	1,4
ROE	5,1%	15,3%	16,6%	14,6%	14,1%
DPS	147,00	173,01	277,91	239,00	232,52
DYield	1,4%	1,7%	2,7%	2,3%	2,2%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy			+1,8%	+3,8%	0,0%
Wynik prowizyjny			+16,3%	+17,6%	0,0%
Koszty razem			+5,1%	+6,4%	0,0%
Saldo rezerw			-38,5%	-16,2%	0,0%
Zysk netto			+17,5%	+4,9%	0,0%

RZiS

(mld HUF)	2015	2016	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	553	522	547	576
Wynik prowizyjny	167	176	209	218
Pozostały	39	40	44	47
WNDB	759	738	801	841
Koszty działalności operacj	392	400	426	432
Wynik operacyjny	367	338	375	409
Saldo rezerw	221	93	60	82
Zysk brutto	146	245	315	326
Podatek dochodowy	26	44	54	68
Zysk netto dywizji	120	201	261	258
Odpis WNI	7	12	0	0
Podatek bankowy	-29	-14	-15	-15
Inne	6	6	0	0
Zyski mniejszościowych	-40	-3	3	0
Zysk netto	64	202	250	244

Bilans

(mld HUF)	2014	2015	2016	2017P	2018P
Kredyty netto	5 410	5 736	6 696	7 039	7 435
Pozostałe aktywa	5 309	5 571	6 025	6 030	6 143
Aktywa razem	10 719	11 308	12 721	13 068	13 577
Depozyty	7 985	8 541	9 685	10 012	10 552
Pozostałe zobowiązania	1 501	1 346	1 443	1 305	1 079
Udziały mniejszościowe	3	3	4	4	4
Kapitały własne	1 231	1 417	1 588	1 747	1 941

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NIM	5,1%	4,7%	4,6%	4,5%	4,5%
C/I	51,7%	54,2%	53,1%	51,4%	50,0%
CoR	3,3%	1,4%	0,8%	1,1%	1,1%
NPL Ratio	17,4%	15,2%	13,3%	12,7%	13,4%
Tier 1	13,3%	16,1%	15,6%	16,9%	17,7%

Wycena sumą części (SOTP)

(mld HUF)	Wartość godziwa	FVPS (HUF)	Zysk netto			P/E			BV	P/BV
			2016	2017	2018	2016	2017	2018	2017P	2017P
Węgry + pozostałe	1 676	6 278	168,9	146,9	145,2	9,9	11,4	11,5	768	2,2
CEE ogółem	1 185	4 425	92,5	111,5	130,5	12,8	10,6	9,1	821	1,4
DSK	579	2 170	47,5	49,2	51,2	12,2	11,8	11,3	244	2,4
OBS	20	76	0,0	2,0	2,7	-658,1	10,4	7,8	29	0,7
OTP Banka Hrvatska	220	824	16,4	18,0	18,9	13,4	12,3	11,7	243	0,9
OTP Banka Romania	66	249	3,6	5,8	6,5	18,4	11,4	10,3	51	1,3
OTP Russia	228	841	16,7	20,7	30,2	14,0	11,2	7,7	158	1,5
CJSC OTP Bank	46	172	9,3	15,6	19,5	4,9	3,0	2,4	48	1,0
OTP Banka Serbia	13	50	-1,4	-0,8	0,2	-10,2	-17,2	88,6	26	0,6
CKB	12	43	0,4	1,0	1,4	27,0	11,1	8,1	22	0,5
Suma dywizji	2 861	10 702	261,4	258,3	275,7	10,9	11,1	10,4	1 589	1,8
Podatek bankowy	-154	-575								
Grupa OTP ogółem	2 708	10 127								

Podsumowanie wyceny

(mld HUF)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		10,2%
DDM	50%	2 848
Zyski ekonomiczne	50%	2 889
Średnia wartość godziwa		2 868
na akcję (HUF)		10 702
Podatek bankowy		-575
Zyski mniejszościowych		-38
Wartość godziwa na akcję (HUF)		10 127
Koszt kapitału 9M		7,6%
Cena docelowa za 9M (HUF)		10 901

PZU akumuluj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po wzroście kursu o 9,0% od naszego ostatniego raportu na PZU, obniżamy naszą rekomendację do akumuluj jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 51,83 PLN/akcję. Pozytywny sentyment odzwierciedla akwizycję pakietu akcji w Banku Pekao oraz bardzo dobre wyniki w 1Q'17. Oczekujemy, że po słabym 2016 roku dynamika wyników znacząco przyspieszy w 2017 (pomimo kwartalnego spadku wyniku w 2Q'17), a następnie ulegnie normalizacji przez kolejne dwa lata. Uważamy, że poprawiające się wyniki grupy PZU znajdują także odzwierciedlenie we wskaźniku DYield, który oczekujemy że wzrośnie do ponad 5% w latach 2018-19 przy 80% wskaźniku wypłaty. Ze względu na ponadprzeciętne ROE, dywidendę oraz brak istotnego ryzyka operacyjnego, PZU przedstawia się nadal jako atrakcyjna alternatywa dla sektora bankowego, który w znaczący sposób będzie w przyszłości penalizowany za swoją ekspozycję na kredyty CHF.

Cena bieżąca

48,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

51,83 PLN

+6,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	51,83 PLN	2017-09-01	
poprzednia	kupuj	51,83 PLN	2017-07-18	
Podstawowe dane			PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	+8,8%	+2,3%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	+46,0%	+20,5%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	68,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	41 880,9	Średni obrót 6M	87,7 mln PLN	
		P/E 12M fwd	13,9	+9,5%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	12,7	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Skł. przyp. brutto	18 359	20 219	21 266	21 813	22 412
Odszkodowania	-11 857	-12 732	-13 255	-13 577	-13 934
Wynik inw.	1 739	1 300	2 188	2 208	2 276
Koszty razem	-4 034	-4 246	-4 809	-5 003	-5 124
Zysk netto	2 342	1 947	2 701	3 264	3 506
P/E	17,9	21,5	15,5	12,8	11,9
P/BV	3,2	3,2	2,2	2,1	2,0
ROE	18,0%	15,0%	16,9%	16,7%	17,1%
DPS	3,00	2,08	1,40	2,50	3,02
DYield	6,2%	4,3%	2,9%	5,2%	6,2%
Zmiana prognoz					
		2017P	2018P	2019P	
Składka przypisana brutto		0,0%	0,0%	0,0%	
Odszkodowania		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik inwestycyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Składka przypisana brutto	18 359	20 219	21 266	21 813	22 412
Składka zarobiona netto	17 385	18 625	19 723	20 452	20 990
Odszkodowania i świadcze	-11 857	-12 732	-13 255	-13 577	-13 934
Wynik inwestycyjny	1 739	1 300	2 188	2 208	2 276
Koszty akwizycji	-2 376	-2 613	-3 032	-3 186	-3 280
Koszty administracyjne	-1 658	-1 633	-1 776	-1 816	-1 844
Pozostałe przychody/koszt	164	-604	-910	-925	-942
Wynik na działalności bank	0	691	2 053	4 279	5 165
Wynik operacyjny	2 939	3 034	4 992	7 434	8 431
Koszty finansowe	0	0	0	0	0
Jednostki zależne	0	-3	-3	-3	-3
Zysk brutto	2 939	3 031	4 989	7 431	8 428
Podatek dochodowy	-602	-614	-1 066	-1 597	-1 802
Zysk mniejszości	4	470	1 221	2 569	3 119
Zysk netto	2 342	1 947	2 701	3 264	3 506

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa finansowe	89 306	105 228	287 006	306 631	324 715
Pozostałe aktywa	16 123	20 117	30 921	31 617	32 337
Aktywa razem	105 429	125 345	317 927	338 248	357 052
Rezerwy techniczne	41 280	42 194	43 974	44 994	46 141
Pozostałe zobowiązania	48 970	66 024	232 461	231 145	228 042
Udziały mniejszościowe	2 255	4 117	22 492	42 005	61 871
Kapitały własne	12 924	13 010	19 001	20 104	20 997

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Odszkodowań	76,3	68,7	67,2	66,4	66,4
Kosztów ogółem	21,5	21,1	24,4	24,5	24,4
Zwrot na portfelu	7,5	4,6	4,1	4,0	4,0
COR majątku	95,5	95,7	92,6	91,9	91,8
Marża op w Życiu	22,79	24,05	22,27	22,04	22,07

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2017-19)	4 994	15%
Korekta o PV	2 102	6%
Etap II (2020-34)	21 051	63%
Etap III (2035-54)	4 506	13%
Wartość rezydualna	732	2%
Wartość godziwa	33 385	100%
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	38,66	
Cena docelowa za 9M (PLN)	41,13	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	11 427	40%
Etap I (2017-19)	3 242	11%
Korekta o PV	1 243	4%
Etap II (2020-34)	10 381	36%
Etap III (2035-54)	2 275	8%
Wartość godziwa	28 568	100%
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	33,08	
Cena docelowa za 9M (PLN)	35,19	

Wycena PZU (bez banków)

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	33 385
Zyski ekonomiczne	50%	28 568
Średnia wartość godziwa		30 976

Wycena sumą części (SOTP)

(mln PLN)	łącznie	na akcję
PZU (bez banków)	30 976	35,87
Bank Pekao	7 905	9,15
Alior Bank	3 196	3,70
Suma części	42 076	48,73
Cena docelowa za 9M (PLN)		51,83

Kruk redukuje (podwyższona)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl

Podwyższamy naszą rekomendację sprzedaj dla Kruka do redukuje oraz cenę docelową do poziomu 308,06 PLN na akcję. Zmiana ceny docelowej wynika z pozytywnej rewizji prognozy na najbliższe lata, tak aby odzwierciedlić ostatnie kwartalne wyniki Kruka. Oczekujemy, że w 2017 roku Kruk zawiązką wywiąże się z celu wzrostu zysku netto na poziomie co najmniej +15% R/R oraz dokona tego również w 2018 roku. Oczekujemy, że w 2017 roku, zgodnie z zapowiedziami Zarządu, Kruk wyda na nowe portfele 1,06 mld PLN, a następnie prognozujemy wzrost wydatków do 1,7 mld PLN w 2019 roku. Zakupy powinny mieć pozytywne przełożenie na wyniki w kolejnych 3 latach. Uważamy, że Kruk powinien pozostać pośrednim beneficjentem ostatnich programów rządowych, takich jak podatek bankowy, IFRS9 czy Rodzina 500+, ze względu na rosnącą podaż wierzycielności ze strony polskiego sektora bankowego oraz poprawiającą się zdolność polskich gospodarstw domowych do regulowania długów co odzwierciedla się w poprawiających się splatach. Uważamy, że dalsza ekspansja na nowe rynki oraz niskie zadłużenie Kruka powinny być gwarantem dalszego dynamicznego rozwoju spółki. Zwrot z kapitałów powyżej 17% przez kolejne 10 lat oraz dwucyfrowa dynamika zysku netto przez najbliższe 7 lat są gwarantem premii do grupy porównawczej. Niemniej jednak uważamy, że obecna premia jest za wysoka. Pomimo naszych wyższych od konsensusu prognoz na lata 2017-18, Kruk notowany jest z 39-56% premią na wskaźniku P/E oraz 62-73% na wskaźniku P/BV.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Nabyte pakiety wierzytelności	339	454	566	720	884
Usługi windykacyjne	9	9	23	23	23
Pozostałe produkty	10	13	13	13	15
Marża pośrednia	358	477	601	757	922
Koszty ogólne	94	117	132	160	197
Wynik na pozostałej działalności	-2	3	-4	-5	-6
EBITDA	262	363	465	592	719
Amortyzacja	11	14	19	22	24
EBIT	251	349	446	570	695
Przychody/koszty finansów	-42	-63	-107	-141	-190
Zysk brutto	210	286	339	429	505
Podatek dochodowy	6	38	17	60	86
Zysk netto	204	249	322	369	419
Nakłady na nowe portfele	489	1 286	1 062	1 412	1 689
Splaty	-826	-992	-1 426	-1 766	-2 267

Wycena DDM oraz EVA

(mln PLN)	DDM	EVA
Początkowe TNAV		1 237
Etap I (2017-24)	569	1 361
Etap II (2025-44)	3 877	2 062
PV TV	1166	
Wartość godziwa na 07/2016	5 612	4 661
Korekta o wartość pieniądza w czasie	67	252
Obecna wartość firmy	5 678	4 913
Liczba akcji (mln)	18,7	18,7
Koszt kapitału	8,0%	8,0%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	302,93	262,08
Cena docelowa za 9M (PLN)	324,74	280,95

Podsumowanie DCF

	(mln PLN)
Suma FCF	-459
Wartość rezydualna (TV)	12 385
Wzrost FCF po prognozie	3,5%
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	7 121
Wartość firmy (EV)	6 662
Dług netto	1 379
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wartość firmy na 01/2016	5 283
Korekta o wartość pieniądza w czasie	286
Obecna wartość godziwa	5 569
Ilość akcji (mln)	18,7
Wartość firmy na akcję (PLN)	297,11

Cena bieżąca	340,95 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	308,06 PLN	-9,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuj	308,06 PLN	2017-09-01	
poprzednia	sprzedaj	219,64 PLN	2017-05-08	
Podstawowe dane			KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	+10,7%	+4,2%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	+45,1%	+19,5%
Liczba akcji (mln)	18,7	Średni obrót 1M	12,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 390,8	Średni obrót 6M	13,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 409,6	EV/EBITDA 12M fwd	16,3	+33,0%
Free float	87,0%	EV/EBITDA 5Y avg	12,3	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	611	783	1 061	1 289	1 590
z zakupu wierzytel.	564	725	975	1 200	1 498
z inkasa	30	32	64	66	67
Koszty operacyjne	-94	-117	-132	-160	-197
Zysk netto	204	249	322	369	419
P/E	28,6	25,2	19,9	17,3	15,3
P/BV	7,6	4,9	4,2	3,5	2,9
ROE	29,8%	24,6%	23,4%	22,0%	20,9%
DPS	1,50	2,00	2,26	2,92	3,35
DYield	0,4%	0,6%	0,7%	0,9%	1,0%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
Nabyte pakiety wierzytelności		+10,6%	+19,5%	+30,3%	
Usługi windykacyjne		+117,6%	+118,8%	+120,1%	
Pozostałe produkty		+15,0%	+10,8%	+12,4%	
Koszty ogólne		-10,2%	-3,7%	+5,9%	
Zysk netto		+15,4%	+16,5%	+29,8%	

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Środki pieniężne	141	267	135	169	207
Zakupione wierzytelności	1 599	2 648	3 252	4 098	5 018
Pozostałe aktywa	97	181	112	128	145
Aktywa razem	1 836	3 096	3 500	4 395	5 369
Kredyty i pożyczki	935	1 646	1 814	2 350	2 932
Pozostałe zobowiązania	117	212	169	214	250
Kapitały własne	784	1 238	1 517	1 831	2 187

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Dług netto / KW	101,3	111,4	110,7	119,1	124,6
Dług netto / EBITDA	303,2	380,4	361,0	368,5	379,1
Marża EBITDA	42,9	46,3	43,8	45,9	45,2
Marża EBIT	41,1	44,6	42,0	44,2	43,7
EV / Cash EBITDA	12,16	11,23	8,40	7,07	5,87

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	5 678
Zyski ekonomiczne	33%	4 913
DCF	33%	5 569

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	302,93
Zyski ekonomiczne	33%	262,08
DCF	33%	297,11
Średnia wartość godziwa		287,38
Koszt kapitału 9M		6,2%
Cena docelowa za 9M (PLN)		308,06

Prime Car Management kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą pozytywną rekomendację kupuj na Prime Car Management (Grupa Masterlease) oraz cenę docelową na poziomie 46,43 PLN na akcję. W 1Q'17 PCM osiągnął zysk netto na poziomie 12,17 mln PLN co oznacza wzrost o 31,4% R/R i 45,9% Q/Q. Wyniki PCM w 1Q'17 stanowią 30% konsensusu oraz 31% naszej prognozy. Wyniki za 2Q'17 powinny umożliwić Zarządowi uruchomienie programu motywacyjnego, który był jeszcze niedawno poza zasięgiem spółki. Wyniki za 2Q'17 powinny pokazać większą motywację spółki do poprawy rentowności, a nie wolumenów sprzedażowych, co naszym zdaniem w spółce dywidendowej jest pozytywne. Ponadto, według wcześniejszych zapowiedzi zarządu, różnica pomiędzy zyskiem jednostkowym a skonsolidowanym (8 mln PLN lub 0,7 PLN na akcję) w 2016 roku ma zostać wypłacona wraz z dywidendą w 2018 roku. Oznacza to, że dywidenda w 2018 roku mogłaby wynieść nawet 4,2 PLN na akcję co przekłada się na DY w wysokości 11%. Obecną wycenę rynkową traktujemy jako okazję inwestycyjną.

Cena bieżąca

32,53 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

46,43 PLN

+42,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	46,43 PLN	2017-01-27

Podstawowe dane			PCM PW	vs. WIG
Ticker	PCM PW	Zmiana 1M	-2,7%	-9,2%
ISIN	PLPRMCM00048	Zmiana YTD	+6,2%	-19,4%
Liczba akcji (mln)	11,9	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	387,4	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	399,3	EV/EBITDA 12M fwd	7,6	+11,0%
Free float	40,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,8	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P
Przychody ogółem	523	573	600	637
z leasingu oper.	143	148	157	165
odsetkowe	36	43	50	60
Koszty razem	-474	-527	-547	-580
Zysk netto	39	36	41	45
P/E	10,0	10,7	9,4	8,5
P/BV	0,8	0,9	0,8	0,8
ROE	7,9%	7,9%	8,9%	9,5%
DPS	5,26	5,50	3,16	3,45
DYield	16,2%	16,9%	9,7%	10,6%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P
Przychody z leasingu operacyjnego		0,0%	0,0%	0,0%
Przychody odsetkowe		0,0%	0,0%	0,0%
Przychody ogółem		0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	390	435	467	495	504
z leasingu operacyjnego	143	146	157	165	166
z prowizji i opłat	203	235	250	259	263
odsetkowe	36	44	50	60	64
pozostałe	8	9	10	10	10
Koszty	357	402	431	456	465
napraw i serwisu	169	200	211	219	222
amortyzacja leasingu	115	118	127	130	132
ogólnego zarządu	40	43	43	43	43
odsetkowe	28	38	46	60	64
pozostałe	6	4	4	4	4
Wynik na remarketingu	16	14	16	19	23
Zysk (strata) brutto	49	46	52	58	62
Podatek dochodowy	-10	-10	-11	-12	-13
Zysk (strata) netto	39	36	41	45	49

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Należności z leasingu fin	624	833	845	910	975
Rzeczowe aktywa trwałe	580	643	688	701	712
Pozostałe aktywa	213	254	246	251	256
Aktywa razem	1 417	1 730	1 780	1 862	1 944
Obligacje i kredyty	883	1 220	1 208	1 281	1 355
Pozostałe zobowiązania	60	65	95	99	104
Kapitały własne	475	446	477	482	485

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Marża finansowa	8,7%	5,7%	4,6%	0,3%	0,6%
Marża serwisowa	19,7%	23,8%	25,3%	26,5%	27,1%
Marża ubezpieczeniowa	10,4%	10,5%	10,5%	10,8%	10,8%
Marża na usługach	3,8%	3,1%	3,3%	3,4%	3,5%
Wskaźnik D/E	185,9%	273,7%	253,1%	266,0%	279,7%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
PV Dywidend (Etap I)	278	54%
PV Dywidend (Etap II)	176	34%
PV wartości rezydualnej	57	11%
Wartość godziwa na 07/2016	511	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	32	
Wartość godziwa	543	

Liczba akcji (mln)	11,9
Koszt kapitału	8,5%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	45,57
Cena docelowa za 9M (PLN)	48,48

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowy TNAV	475	96%
Etap I (2016-2026)	28	6%
Etap II - 20-lat	-8	-2%
Wartość godziwa na 01/2016	494	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	3	
Wartość godziwa	497	

Liczba akcji (mln)	11,9
Koszt kapitału	8,5%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	41,73
Cena docelowa za 9M (PLN)	44,39

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	543
Zyski ekonomiczne	50%	497
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		43,7
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		46,43

Skarbiec Holding kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj (cena docelowa na poziomie 46,28 PLN/akcję). Negatywny sentyment do spółki został wywołany przez zmiany kadrowe, które objęły CIO oraz innych zarządzających. Zmiany kadrowe nastąpiły po ogłoszeniu przejęcia znaczącego pakietu akcji przez spółkę Murapol od funduszu PE Enterprise Investors. Niemniej jednak oczekujemy, że sytuacja w spółce ulegnie normalizacji wraz z nowymi zarządzającymi (m.in. Pani Ewa Radkowska-Świętoń z NN PTE). Oczekujemy, że sentyment do Skarbca powinien się także poprawiać dzięki bardzo dobrym wynikom osiągniętym w 1Q'17 i 2Q'17. W 2Q'17 Skarbiec Holding zanotował znowu znaczącą opłatę zmienną oraz dalszy wzrost opłaty stałej. Opłata zmienna zaksięgowana w 1H'17 pozwoli na wypłatę wysokiej dywidendy (DY >12%) w 2018 roku.

Cena bieżąca	30,45 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	46,28 PLN	+52,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	46,28 PLN	2017-01-27

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+3,3%	-3,2%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	+11,1%	-14,5%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M		0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	207,7	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
		P/E 12M fwd	8,7	+4,5%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	8,3	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P
Przychody ogółem	75,4	109,2	96,5	105,6
opłata stała	67,1	69,6	74,8	82,5
opłata zmienna	1,8	31,4	15,1	16,3
Koszty razem	-60,1	-69,2	-63,3	-67,5
Zysk netto	13,0	32,5	27,2	31,1
P/E	16,0	6,4	7,6	6,7
P/BV	2,3	2,1	2,3	2,2
ROE	13,9%	34,1%	28,2%	33,6%
DPS	3,12	3,37	3,69	4,28
DYield	10,2%	11,1%	12,1%	14,0%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P
Wynagrodzenie stałe		0,0%	0,0%	0,0%
Wynagrodzenie zmienne		0,0%	0,0%	0,0%
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynagrodzenie stałe	67,1	69,6	74,8	82,5	90,7
Wynagrodzenie zmienne	1,8	31,4	15,1	16,3	17,7
Pozostałe	6,6	8,3	6,6	6,7	7,5
Przychody	75,4	109,2	96,5	105,6	115,8
Koszty dystrybucji	-32,3	-34,4	-33,9	-37,1	-41,2
Koszty świadczeń pracowni	-11,7	-16,3	-13,5	-13,8	-14,1
Pozostałe koszty działalności	-16,0	-18,5	-15,9	-16,6	-17,4
Koszty operacyjne	-60,1	-69,2	-63,3	-67,5	-72,7
Pozostałe	0,9	0,3	0,4	0,4	0,4
Zysk brutto	16,2	40,3	33,6	38,5	43,6
Podatek dochodowy	-3,2	-7,8	-6,4	-7,3	-8,3
Zysk netto	13,0	32,5	27,2	31,1	35,3
Aktywa detaliczne	2 906	3 919	3 600	3 958	4 392
Aktywa dedykowane	12 681	14 623	12 971	13 619	14 300
AUM ogółem	15 587	18 582	16 570	17 577	18 692

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
PV Dywidend (Etap I)	200	70%
PV Dywidend (Etap II)	81	28%
PV wartości rezydualnej	3	1%
Wartość godziwa na 07/2016	284	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	15	
Wartość godziwa	299	
Rozwodnienie (program menadż.)	-12	
Obecna wartość godziwa	287	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	42,07	
Cena docelowa za 9M (PLN)	45,55	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowy TNAV	89	31%
Etap I (2016-2025)	146	51%
Etap II - 20-lat	49	17%
Wartość godziwa na 01/2016	284	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	17	
Wartość godziwa	301	
Rozwodnienie (program menadż.)	-12	
Obecna wartość godziwa	289	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	42,35	
Cena docelowa za 9M (PLN)	45,84	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	287
Zyski ekonomiczne	33%	289
Porównawcza	33%	308

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	42,07
Zyski ekonomiczne	33%	42,35
Porównawcza	33%	45,14
Koszt kapitału 9M		8,3%
Cena docelowa za 9M (PLN)		46,28

Chemia

Ciech

kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Za inwestycją w Ciech przemawiają stabilne od początku roku ceny sody w Europie oraz pierwsze symptomy podwyżek cen na rynku amerykańskim, gdzie wyższe o 6 USD/t ceny zapowiedziały Ciner i Tronox. Według Tecnon ceny sody w Europie Zachodniej wzrosły w końcówce sierpnia do poziomu 277 USD/t vs. 250 USD/t na początku roku. Ceny odbijały również w Chinach do 235 USD/t vs. 215 USD/t w dołku w kwietniu. Według naszych szacunków obłożenie mocy produkcyjnych w Europie w 2017 roku wyniesie 93,9% vs. 91,9% w 2016 roku. W następnym roku w efekcie uruchomienia nowych mocy produkcyjnych obłożenie spadnie do 90,2%. Od początku roku nadal obserwujemy spadek eksportu sody z Chin (YTD -24% r/r), co przekłada się na stabilne ceny w innych regionach świata. Powodem jest wzrost lokalnego popytu oraz problemy środowiskowe niektórych wytwórców. Według ICIS chiński producent Shandong Haihua (łączna produkcja 3 mln ton sody) ograniczy od września produkcję ze względu na dochodzenie w sprawie zanieczyszczenia środowiska. W krótkim terminie producenci sody mogą stać się beneficjentem wzmożonych ruchów akwizycyjnych w USA. Aktywami Tronox zainteresowany był indyjski producent Norma, ale ostatecznie na akwizycję zdecydował się Genesis Energy. Warto wspomnieć, że czwarty największy producent sody na świecie został kupiony po 8x EBITDA, podczas gdy Ciech handlowany jest poniżej 6x EBITDA. Obniżamy naszą cenę docelową z 82,00 PLN/akcja do 77,07 PLN/akcja (efekt aktualizacji wyceny grupy porównawczej) oraz podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

62,73 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

77,07 PLN

+22,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	77,07 PLN	2017-09-01	
poprzednia	kupuj	82,00 PLN	2017-06-02	
Podstawowe dane		CIE PW	vs. WIG	
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	+7,9%	+1,4%
ISIN	PLCIECH00018	Zmiana YTD	+13,2%	-12,4%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	5,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 305,9	Średni obrót 6M	5,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 342,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,9	-2,5%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	3 273	3 455	3 530	3 543	3 606
EBITDA	708	884	758	651	626
marża EBITDA	21,6%	25,6%	21,5%	18,4%	17,4%
EBIT	490	660	499	396	378
Zysk netto	343	594	353	274	261
P/E	9,6	5,6	9,4	12,0	12,6
P/BV	2,5	1,9	1,6	1,5	1,5
EV/EBITDA	6,6	5,0	5,7	6,4	6,5
DPS	0,00	2,85	0,00	3,68	3,64
DYield	0,0%	4,5%	0,0%	5,9%	5,8%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-0,6%	-0,7%	+0,7%
Zysk netto			-1,1%	-1,3%	+1,3%
Soda (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Soda Ciech (PLN/t)			-3,1%	-2,5%	+1,2%
Soda vol (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA soda	630	799	661	538	506
EBITDA organika	86	78	76	91	99
EBITDA krzemiany	34	35	39	39	39
EBITDA pozostałe	-42	-33	-17	-18	-18
EBITDA/t soda	284	348	283	231	217
Przepływy oper.	457	837	566	574	554
Amortyzacja	218	223	259	255	249
Kapitał obrotowy	-97	97	0	0	0
Przepływy inv.	-486	-446	-442	-184	-194
CAPEX	488	458	442	184	194
Przepływy fin.	183	-180	-208	-240	-236
Dywidenda/buyback	0	-150	0	-194	-192
FCF	222	387	219	391	361
FCF/EBITDA	31%	44%	29%	60%	58%
CFO/EBITDA	65%	95%	75%	88%	88%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	3 910	4 502	4 683	4 766	4 851
Aktywa trwałe	2 860	3 210	3 457	3 387	3 334
Kapitał własny	1 346	1 767	2 090	2 170	2 239
Udział mniejszości	-4	-3	-3	-3	-3
Dług netto	1 358	1 116	1 040	891	767
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	1,3	1,4	1,4	1,2
Dług netto/kap. wł. (x)	1,0	0,6	0,5	0,4	0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	7,4	7,7	6,9	6,4	6,1	4,8
Maksimum	201,4	33,6	31,0	10,8	9,3	8,8
Mediana	14,3	13,7	12,7	7,7	7,8	7,1
waga	0%	25%	25%	0%	0%	25%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Soda (USD/t)	259	261	245	240	255	256	256	257	257	258	258
Soda Ciech (PLN/t)	767,5	819,4	800,1	777,0	783,1	786,2	787,4	788,5	789,7	790,9	792,1
Soda vol (tys. ton)	2 220	2 295	2 335	2 335	2 335	2 335	2 335	2 335	2 335	2 335	2 335
Przychody	3 530	3 543	3 606	3 626	3 639	3 653	3 668	3 682	3 697	3 733	3 745
EBITDA	758	651	626	629	626	624	621	620	618	632	629
marża EBITDA	21,5%	18,4%	17,4%	17,3%	17,2%	17,1%	16,9%	16,8%	16,7%	16,9%	16,8%
EBIT	499	396	378	384	388	393	396	391	385	396	390
Podatek	98	75	71	73	74	75	76	75	74	77	75
CAPEX	-442	-184	-194	-202	-211	-217	-223	-228	-232	-236	-239
Kapitał obrotowy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	219	391	361	354	341	331	322	316	312	320	314
PV FCF	207	344	294	267	237	213	191	173	156	147	
WACC	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%	8,0%	8,1%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 469
Dług netto	1 116
Inne korekty	-4
Wycena DCF na akcję (PLN)	74,23

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	70,77
DCF	50%	74,23
cena wynikowa		72,50
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		77,07

Grupa Azoty trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Grupa Azoty w czerwcu była beneficjentem rosnących cen pszenicy, które reagowały na niesprzyjające warunki pogodowe w USA, Rosji i Europie Zachodniej. Ceny kukurydzy i pszenicy skorygowały się po danych odnośnie produkcji i zapasów na bieżący rok, które na początku sierpnia opublikowała USDA. Jeśli amerykańska agencja nie zmieni swoich prognoz na początku września to wszystko wskazuje, że rynek kluczowych zbóż będzie nadal znajdować się w nadpodaży w sezonie 2017/2018. Grupa Azoty począwszy od 2Q'17 wchodzi w okres niskiej bazy rezultatów, co przy lepszych perspektywach dla segmentu tworzyw sztucznych i produktów chemicznych pozwoli prawdopodobnie na wyraźną poprawę rezultatów w okresie 2Q-4Q'17. Wyniki 2Q'17 okazały się nieznacznie poniżej naszych prognoz, ale były wyraźnie słabsze od konsensusu. Powodem były przestoje remontowe, które w bieżącym roku przypadły na 2Q'17 (w 2016 w 3Q). Oczekujemy, że w 2017 roku EBITDA Grupy wzrośnie o 18,5% r/r. Delikatnie korygujemy projekcje prognoz na lata 2017-2019 (jednoprocentowe zmiany). Podtrzymujemy neutralną rekomendację dla Grupy Azoty.

Cena bieżąca

68,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

69,60 PLN

+1,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	69,60 PLN	2017-09-01	
poprzednia	trzymaj	74,30 PLN	2017-08-02	
Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	+10,2%	+3,7%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	+11,3%	-14,2%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	6,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 834,6	Średni obrót 6M	4,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 241,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	-3,7%
Free float	22,7%	EV/EBITDA 5Y avg	6,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	10 008	8 956	9 560	10 106	10 403
EBITDA	1 304	997	1 181	1 217	1 265
marża EBITDA	13,0%	11,1%	12,4%	12,0%	12,2%
EBIT	824	486	662	626	605
Zysk netto	605	343	473	432	411
P/E	11,3	19,9	14,4	15,8	16,6
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,7	7,7	7,0	7,0	6,8
DPS	0,00	0,84	0,79	0,95	1,31
DYield	0,0%	1,2%	1,1%	1,4%	1,9%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-1,9%	-3,2%	-5,9%
Zysk netto			-1,9%	-3,2%	-5,9%
Mocznik (PLN/t)			0,0%	-1,8%	-2,5%
Saletra (PLN/t)			0,0%	-1,4%	-1,7%
Gaz ziemny (PLN/m3)			-0,1%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA nawozy	998	600	512	472	511
EBITDA tworzywa	-10	-33	235	240	232
EBITDA chemia	135	271	307	370	365
EBITDA energetyka	77,9	95,5	63,9	75,2	80,1
EBITDA pozostałe	115	40	66	61	76
Przepływy oper.	1 630	1 136	1 026	1 082	1 138
Amortyzacja	479	511	520	591	660
Kapitał obrotowy	300	137	-20	-18	-10
Przepływy inw.	-1 503	-1 303	-1 330	-1 018	-934
CAPEX	1 055	1 236	1 430	1 118	1 034
Przepływy fin.	68	76	-136	-158	-200
Dywidenda/buyback	0	-83	-78	-95	-130
FCF	403	-214	-380	-29	116
FCF/EBITDA	31%	-21%	-32%	-2%	9%
CFO/EBITDA	125%	114%	87%	89%	90%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Mocznik (PLN/t)	1 435	1 546	1 546	1 533	1 534	1 536	1 537	1 539	1 541	1 545	1 548
Saletra (PLN/t)	1 232	1 344	1 344	1 330	1 332	1 333	1 334	1 336	1 337	1 341	1 343
Gaz ziem. (PLN/m3)	981	1 137	1 148	1 145	1 152	1 155	1 158	1 160	1 160	1 160	1 160
Przychody	9 560	10 106	10 403	10 381	10 557	10 707	10 845	10 977	11 113	11 261	11 408
EBITDA	1 181	1 217	1 265	1 255	1 388	1 383	1 374	1 368	1 370	1 384	1 396
marża EBITDA	12,4%	12,0%	12,2%	12,1%	13,1%	12,9%	12,7%	12,5%	12,3%	12,3%	12,2%
EBIT	662	626	605	564	709	736	757	765	776	792	805
Podatek	112	110	105	98	126	133	137	139	142	146	149
CAPEX	-1 430	-1 118	-1 034	-636	-593	-577	-582	-587	-572	-594	-591
Kapitał obrotowy	-20	-18	-10	1	-6	-5	-4	-4	-4	-5	-5
FCF	-380	-29	116	522	663	669	651	637	651	639	651
PV FCF	-366	-26	96	399	466	433	387	348	326	295	
WACC	8,1%	8,0%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	10 495	11 052	11 577	12 036	12 390
Aktywa trwałe	6 943	7 651	8 565	9 099	9 485
Kapitał własny	6 286	6 534	6 929	7 266	7 547
Udział mniejszości	626	595	614	635	653
Dług netto	-13	273	793	987	1 083
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	0,3	0,7	0,8	0,9
Dług netto/kap. wł. (x)	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	7,6	7,7	7,0	6,9	6,2	5,6
Maksimum	28,0	337,6	35,0	15,6	11,3	9,8
Mediana	19,2	13,3	10,9	10,0	7,4	7,0
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 357
Dług netto	273
Inne korekty	-595
Wycena DCF na akcję (PLN)	61,53

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	69,42
DCF	50%	61,53
cena wynikowa		65,47
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		69,60

Polwax kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Utrzymujące się niższe ceny ropy i nadpodaż gaczy parafinowych (efekt wysokiej rentowności na ciężkich produktach rafinacji i wzrostu wykorzystania mocy w rafineriach o gorszym wskaźniku konwersji) wywierają presję na marże Polwaxu i wszystko wskazuje na to, że poprawa nastąpi później niż zakładaliśmy. Po chwilowych podwyżkach cen parafin, w kwietniu spółka była zmuszona ponownie zrewidować swoje cenniki, a dodatkowo kontrakt długoterminowy z Lotosem indeksowany do notowań ICIS wolniej reaguje na spadki cen surowca na rynku spotowym wywołane importem taniego gaczu z kierunku wschodniego. W tym kontekście, wraz z obniżką prognoz cen ropy Brent, zdecydowaliśmy się na rewizję prognoz rentowności na ten i kolejny rok (spadek EBITDA odpowiednio o 15% i 11%). Jednocześnie w naszym modelu uwzględniamy podwyższone koszty inwestycyjne projektu Future (Capex 159,9 mln PLN zamiast wcześniej planowanych 123,6 mln PLN, co przy utrzymaniu na niezmiennym poziomie założeń dodatkowych przychodów i EBITDA z tej inwestycji, skutkuje obniżeniem wyceny DCF o ponad 3 PLN na akcję) i związane z tym zawieszenie polityki dywidendowej do 2019. Według naszych prognoz wskaźnik dług netto/EBITDA osiągnie maksimum na koniec roku 2019 (3,3x) i powrót do wypłat będzie możliwy od roku 2020, w którym zakładamy wskaźnik wypłaty na poziomie 30% (zadłużenie netto do EBITDA spadnie na koniec roku 2020 poniżej progu 3,0x). W rezultacie obniżamy naszą cenę docelową dla Polwaxu do 20,53 PLN/akcję (poprzednio 25,95 PLN), ale utrzymujemy rekomendację kupuj. Liczymy na stopniowe odbudowywanie rentowności i szczegółowych informacji na temat efektów projektu Future, które uwiarygodniłyby założenia zwrotu z tej inwestycji.

Cena bieżąca

13,54 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

20,53 PLN

+51,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	20,53 PLN	2017-09-01
poprzednia	kupuj	25,95 PLN	2017-01-13
Podstawowe dane			
	PWX PW	Zmiana 1M	-7,3% -13,7%
	PLPOLWX00026	Zmiana YTD	-15,6% -41,2%
Liczba akcji (mln)	10,3	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	139,5	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	153,3	EV/EBITDA 12M fwd	6,1 +5,3%
Free float	84,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	280,7	294,6	297,0	308,1	331,4
EBITDA	34,2	31,0	30,0	32,0	35,5
marża EBITDA	12,2%	10,5%	10,1%	10,4%	10,7%
EBIT	30,0	26,4	25,2	27,3	30,8
Zysk netto	23,8	20,9	20,3	21,3	23,7
P/E	5,8	6,7	6,9	6,5	5,9
P/BV	1,8	1,6	1,3	1,1	0,9
EV/EBITDA	4,9	5,3	5,1	6,6	7,2
DPS	1,21	1,06	0,00	0,00	0,00
DYield	8,9%	7,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-15,8%	-11,3%	+1,3%
Zysk netto			-17,1%	-11,4%	+5,5%
Capex			-51,0%	+28,1%	+110,6%
Parafiny EUR/t			-4,0%	-0,5%	+8,5%
EUR/PLN			-2,7%	-2,9%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	280,7	294,6	297,0	308,1	331,4
znicze	64,6	58,0	60,0	59,4	59,4
parafiny znicze/świece	154,4	161,2	154,8	162,9	179,0
parafiny specjalistyczne	53,9	62,7	69,4	73,0	80,2
Zysk brutto ze sprzedaży	51,5	49,4	49,1	51,8	56,4
Marża brutto ze sprzed	18,4%	16,8%	16,5%	16,8%	17,0%
K. sprzedaży/przychody	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Saldo na dz. pozostałej	0,6	0,5	0,0	0,0	0,0
Saldo finansowe	-0,4	-0,5	-0,1	0,0	-1,5
Wolumen w tys. ton	58,4	59,7	63,0	63,0	63,0
w tym segm. zniczowy	42,8	42,5	43,0	43,0	43,0
segment przemysłowy	15,6	17,2	20,0	20,0	20,0
Dynamika cen					
segment zniczowy	-5,8%	5,1%	-5,0%	5,2%	9,9%
segment specjalistyczny	3,4%	5,4%	-4,7%	5,2%	9,9%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Parafiny (EUR/t)	1042	1120	1223	1373	1471	1471	1471	1471	1471	1471	1471
Gaz (EUR/t)	630	666	713	769	790	790	790	790	790	790	790
EUR/PLN	4,21	4,13	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15
Przychody	297,0	308,1	331,4	419,4	465,6	467,5	469,5	471,4	473,4	475,4	475,4
EBITDA	30,0	32,0	35,5	41,5	54,1	52,8	52,7	52,6	52,6	52,5	52,5
marża EBITDA	10,1%	10,4%	10,7%	9,9%	11,6%	11,3%	11,2%	11,2%	11,1%	11,0%	11,0%
EBIT	25,2	27,3	30,8	31,5	43,5	41,5	40,7	40,8	40,9	41,0	38,3
Podatek	4,8	5,2	5,8	6,0	8,3	7,9	7,7	7,8	7,8	7,8	7,3
CAPEX	-14,6	-83,1	-73,3	-12,6	-14,0	-14,0	-14,1	-14,1	-14,2	-14,3	-14,2
Kapitał obrotowy	0,5	0,3	-1,4	-17,5	-7,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
FCF	11,8	-55,3	-44,5	6,1	24,9	31,2	31,2	31,1	30,9	30,7	31,3
PV FCF	11,5	-50,0	-37,4	4,8	18,1	21,1	19,6	18,1	16,7	15,4	
WACC	8,6%	7,7%	7,4%	7,4%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	8,6%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	31,7	21,3	25,7	26,3	27,0
CFO/EBITDA	93%	69%	86%	82%	76%
Capex	9,6	5,0	14,6	83,1	73,3
Kapitał obrotowy	74,3	77,8	77,2	76,9	78,4
Kapitał własny	77,0	87,1	107,4	128,7	152,5
Dług netto	30,1	24,9	13,8	70,6	116,9
Dług netto/EBITDA (x)	0,9	0,8	0,5	2,2	3,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	8,5	9,1	8,1	5,7	5,7	5,2
Maksimum	22,7	21,6	20,6	14,9	14,2	13,5
Mediana	11,5	11,0	11,1	6,6	6,0	6,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	243
Dług netto	25
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	21,17

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	17,33
DCF	50%	21,17
cena wynikowa		19,25
koszt kapitału 9M		6,7%
cena docelowa za 9M		20,53

Synthos trzymaj (podwyższona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Import kauczuków naturalnych do Chin wyraźnie spadł w lipcu (-46% r/r), co jest prawdopodobieństwem następstwem zapowiadanego ograniczenia eksportu przez czołowych producentów. Indonezja, Malezja i Tajlandia zdecydowały się na ograniczenie eksportu w celu stabilizacji cen kauczuków na rynkach. W efekcie zapasy w największym porcie w Chinach w ostatnich tygodniach zaczęły spadać (zapasy naturalnych 171 tys. ton vs. lokalne maksimum 208 tys. ton oraz syntetycznych 50,9 tys. ton vs. lokalne maksimum 57,5 tys. ton). Rekordowe zapasy kauczuków nadal utrzymują się na giełdzie w Szanghaju (ponad 400 tys. ton). Widzimy szanse na krótkotrwałe odbicie cen kauczuków na rynkach w ślad za spadającym importem do Chin. Dodatkowo w ostatnich dwóch tygodniach na rynkach azjatyckich zauważalne są podwyżki oferowanych cen butadienu. Oczyszczane o zdarzenia jednorazowe wyniki 2Q'17 były nieznacznie lepsze od naszych prognoz i konsensusu, głównie za sprawą dobrego wyniku w segmencie kauczuków. Podwyższamy nasze oczekiwania odnośnie wyników w 2018 i 2019 roku (wyższe wolumeny) oraz bardziej sprzyjające otoczenie w zakresie relacji butadien/ropa naftowa. Po aktualizacji prognoz wycena porównawcza Synthos implikuje wycenę na poziomie 3,96 PLN/akcja. Podwyższamy naszą cenę docelową dla Grupy Synthos z 3,72 PLN/akcja do 4,39 PLN akcja i podwyższamy rekomendację ze sprzedaj do trzymaj.

Cena bieżąca

4,78 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,39 PLN

-8,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	4,39 PLN	2017-09-01	
poprzednia	sprzedaj	3,72 PLN	2017-01-17	
Podstawowe dane			SNS PW	vs. WIG
Ticker	SNS PW	Zmiana 1M	-1,4%	-7,9%
ISIN	PLDWORY00019	Zmiana YTD	+17,7%	-7,8%
Liczba akcji (mln)	1 323,3	Średni obrót 1M	6,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 325,1	Średni obrót 6M	6,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 609,7	EV/EBITDA 12M fwd	8,7	-1,3%
Free float	37,5%	EV/EBITDA 5Y avg	8,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	4 058	4 755	6 601	6 762	7 115
EBITDA	617	662	853	864	914
marża EBITDA	15,2%	13,9%	12,9%	12,8%	12,8%
EBIT	450	451	599	585	633
Zysk netto	426	256	501	413	453
P/E	14,8	24,7	12,6	15,3	14,0
P/BV	2,8	3,4	3,7	3,2	2,8
EV/EBITDA	11,3	11,6	10,1	9,9	9,1
DPS	0,25	0,53	0,50	0,09	0,16
DYield	5,2%	11,1%	10,5%	2,0%	3,3%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-8,4%	+9,6%	+23,4%
Zysk netto			+4,3%	+13,1%	+42,9%
SR (USD/t)			-13,4%	-16,1%	-16,7%
Butadien (USD/t)			-18,1%	-14,0%	-5,3%
EPS (USD/t)			+8,6%	+18,3%	+4,6%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA kauczuki	276	363	675	572	574
EBITDA styren	204	226	19	139	185
EBITDA energetyka	84	99	105	104	105
EBITDA dyspersje	25	29	36	38	38
EBITDA pozostałe	29	-55	9	12	12
Przepływy oper.	734	482	534	761	773
Amortyzacja	167	211	254	279	281
Kapitał obrotowy	181	-78	-255	-22	-49
Przepływy inw.	-284	-414	-602	-451	-237
CAPEX	575	476	602	451	237
Przepływy fin.	-183	33	-753	-222	-302
Dywidenda/buyback	-331	-701	-662	-125	-206
FCF	187	17	-86	317	543
FCF/EBITDA	30%	3%	-10%	37%	59%
CFO/EBITDA	119%	73%	63%	88%	85%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
SR (USD/t)	1 943	1 982	1 856	1 859	1 859	1 859	1 859	1 859	1 859	1 859	1 859
Butadien (USD/t)	1 342	1 269	1 230	1 230	1 230	1 230	1 230	1 230	1 230	1 230	1 230
EPS (USD/t)	1 255	1 263	1 326	1 333	1 333	1 333	1 333	1 333	1 333	1 333	1 333
Przychody	6 601	6 762	7 115	7 234	7 327	7 411	7 498	7 585	7 665	7 752	7 826
EBITDA	853	864	914	926	931	936	941	946	950	955	959
marża EBITDA	12,9%	12,8%	12,8%	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%	12,5%	12,4%	12,3%	12,2%
EBIT	599	585	633	640	644	646	649	650	650	654	657
Podatek	81	75	85	86	87	88	89	107	107	108	109
CAPEX	602	451	237	267	286	287	290	292	296	299	302
Kapitał obrotowy	255	22	49	17	13	12	12	12	11	12	10
FCF	-86	317	543	556	545	549	550	535	535	536	538
PV FCF	-84	288	459	436	397	371	345	311	288	267	
WACC	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	4 796	5 636	5 820	6 143	6 466
Aktywa trwałe	2 549	2 799	3 152	3 329	3 293
Kapitał własny	2 296	1 870	1 710	1 997	2 244
Udział mniejszości	13	13	13	13	13
Dług netto	655	1 324	2 272	2 183	1 949
Dług netto/EBITDA (x)	1,1	2,0	2,7	2,5	2,1
Dług netto/Kap. Wł. (x)	0,3	0,7	1,3	1,1	0,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	9,5	7,9	7,2	5,6	5,5	5,2
Maksimum	25,4	15,7	14,2	12,3	9,6	8,8
Mediana	15,9	13,8	12,0	7,5	7,1	6,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	3 078
Dług netto	1 986
Inne korekty	-13
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,31

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	3,96
DCF	50%	4,31
cena wynikowa		4,13
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		4,39

Paliwa

Lotos

sprzedaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wbrew naszym oczekiwaniom marże rafinerijne utrzymują się wciąż na wysokich poziomach (szczególnie korzystne dla LTS są wysokie cracki na HSFO), a dodatkowo kapitalny remont rafinerii przeprowadzony na przełomie 1Q i 2Q kosztował mniej niż pierwotnie zakładaliśmy (ubytek marży przerobowej był mniejszy z uwagi na przerób półproduktów, co zminimalizowało spadek sprzedaży paliw). Niższe ceny gazu oraz pozytywny wpływ zwiększenia sprzedaży krajowej to kolejne przyczyny znaczącej podwyżki naszych prognoz tegorocznego strumienia EBITDA dla segmentu rafinerijnego. W segmencie wydobywczym obniżamy nasze szacunki z uwagi na niższe ceny węglowodorów, ale ostatecznie skonsolidowany zysk EBITDA LIFO dla bieżącego roku rewidujemy aż o 48%. W kolejnych latach utrzymujemy jednak nasze konserwatywne założenia dla rentowności przerobu, jednocześnie wypłaszczając ścieżkę odbicia cen mieszanki Brent w związku z wolniejszym niż zakładaliśmy procesem bilansowania globalnego rynku ropy. Mocne wyniki tego roku, przekładające się na umocnienie bilansu i poprawę salda na działalności finansowej w kolejnych latach (wycena porównawcza) skutkują podwyższeniem naszej ceny docelowej do 48,25 PLN/akcję (poprzednio 36,27 PLN). Przy obecnej cenie rynkowej utrzymujemy jednak rekomendację sprzedaj. Zwracamy uwagę, że choć przy tegorocznym rekordowych wynikach wskaźnik EV/EBITDA LIFO wygląda atrakcyjnie (4,7x), również relatywnie na tle Orlenu, to przy normalizacji warunków makro w przyszłym roku wynosiłby już 6,0x, a przypominamy, że 20% strumienia EBITDA jest generowana przez norweski segment wydobywczy, który powinien być wyceniany przy wskaźniku EV/EBITDA rzędu 2,5x z uwagi na wysoką stopę podatkową.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO skor.	2 134	2 609	2 806	2 266	2 539
upstream	337	702	728	778	854
rafineria	1 669	1 761	1 949	1 383	1 571
detal	122	145	128	106	114
EV/EBITDA LIFO skor.	7,0	5,4	4,7	6,0	5,4
Efekt LIFO	-279	-77	-29	113	113
Inne zd. jednorazowe	-718	391	-185	0	0
Saldo finansowe	-619	-275	42	-233	-337
Przerób ropy mln ton	10,2	10,4	9,5	10,4	10,4
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,9	5,9	7,4	5,2	5,8
detal EBITDA/tonę	100	134	85	87	88
upstream \$ EBITDA/boe	20,6	18,3	22,5	27,7	28,1
Wydobycie w mboe/d	11,9	26,7	23,6	22,0	23,5
gaz	5,3	15,6	13,3	10,1	12,1
ropa	6,6	11,1	10,2	11,9	11,4

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Brent (USD/Bbl)	53,0	60,0	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Marża+dyferencjał	6,6	5,0	5,0	5,5	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
USD/PLN	3,77	3,50	3,55	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	0,00	0,00
Przychody	20 933	23 056	25 249	28 500	30 577	30 577	30 577	30 577	30 577	30 577	30 577
EBITDA	1 863	1 602	1 798	1 965	1 900	1 909	1 918	1 927	1 937	1 948	1 948
marża EBITDA	8,9%	6,9%	7,1%	6,9%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%
EBIT	1 364	1 039	1 177	1 313	1 268	1 248	1 230	1 218	1 209	1 202	1 281
Podatek	259	197	224	249	241	237	234	232	230	228	243
CAPEX	-1 221	-1 058	-571	-630	-667	-667	-667	-667	-667	-667	-667
Kapitał obrotowy	-596	-484	-692	-632	-249	9	12	9	10	18	10
FCF	-213	-138	311	454	743	1 013	1 028	1 037	1 051	1 071	1 048
PV FCF	-209	-126	265	361	549	694	652	609	571	539	
WACC	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,8%	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

58,86 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

48,25 PLN

-18,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	sprzedaj	48,25 PLN	2017-09-01	
poprzednia	sprzedaj	36,27 PLN	2017-03-01	
Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	+15,4%	+8,9%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	+53,9%	+28,3%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	22,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 881,6	Średni obrót 6M	20,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 894,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,8	-9,5%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	22 709,4	20 931,1	22 165,0	24 331,4	26 707,6
EBITDA	1 138,0	2 922,6	2 591,2	2 379,5	2 651,9
marża EBITDA	5,0%	14,0%	11,7%	9,8%	9,9%
EBIT	423,4	1 854,7	1 573,1	1 304,2	1 459,2
Zysk netto	-263,3	1 015,2	1 133,8	800,6	699,5
P/E	-	10,7	9,6	13,6	15,6
P/BV	1,4	1,3	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	14,6	5,4	5,7	6,4	5,8
DPS	0,00	0,00	1,00	1,53	2,17
DYield	0,0%	0,0%	1,7%	2,6%	3,7%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO			+47,9%	-1,8%	+12,5%
Zysk netto			+92,2%	+6,0%	+24,9%
Brent (USD/Bbl)			-11,7%	-14,3%	-13,3%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			+31,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			-8,4%	-13,6%	-4,1%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	1 488	2 654	1 873	1 809	1 540
CFO/EBITDA LIFO skor.	70%	102%	67%	80%	61%
Capex	759	1 244	1 741	1 678	821
Kapitał obrotowy	3 554	3 867	4 463	4 948	5 640
Kapitał własny	7 712	8 611	10 374	10 891	11 056
Dług netto	5 701	4 808	4 012	4 400	4 556
Dług netto/EBITDA (x)	5,0	1,6	1,5	1,8	1,7

Analiza porównawcza

	17P	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	18P	19P
Minimum	4,7	4,1	3,9	2,6	2,6	2,6	2,5	
Maksimum	77,9	18,3	20,9	7,9	9,2	9,6		
Mediana	11,8	11,6	10,9	4,6	4,6	4,6		
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%		

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	11 421
Dług netto	4 808
Petrobaltic	1 923
Wycena DCF na akcję (PLN)	46,17

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	44,59
DCF	50%	46,17
cena wynikowa		45,38
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		48,25

MOL trzymaj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Tegoroczne wyniki MOL-a zaskakują in plus, a spółka jest beneficjentem utrzymującego się wbrew naszym założeniom bardzo korzystnego otoczenia makro w sektorze rafinerii i petrochemii, co jest wzmacniane prowadzoną optymalizacją kosztową i znaczną poprawą rezultatów w segmencie detalicznym. Dodatkowo MOL intensyfikuje FCF poprzez dalszą redukcję nakładów inwestycyjnych. Korygujemy nasze założenia dla rentowności w segmencie downstream w tym roku, co mimo obniżanych prognoz dla cen ropy i gazu, infekujących segment wydobywczy, skutkuje podwyższeniem skonsolidowanego strumienia EBITDA LIFO'17 o 21%. Lepsza pozycja bilansowa, korzystniejsze saldo na działalności finansowej i niższy podatek i amortyzacja wpływają dodatkowo na podniesienie szacunków zysku netto w kolejnych latach. W efekcie, głównie za sprawą metody porównawczej, podnosimy naszą cenę docelową dla akcji MOL do 22 920 HUF/akcję jeszcze przed planowanym splitem 1:8 (poprzednio 18 970 HUF) i podwyższamy rekomendację z redukuj do trzymaj. W naszej opinii wycena MOL-a nie jest obecnie tak wygórowana (EV/EBITDA LIFO'18 wynosi 4,8x przy założeniu normalizacji otoczenia makro) jak to ma miejsce w przypadku polskich rafinerii, gdzie rynek zdaje się dyskontować powtarzalność rekordowych zysków w kolejnych latach. Na horyzoncie dostrzegamy ponadto pozytywny katalizator w postaci sprzedaży udziałów w INA. Jeśli chorwacki rząd zdecydowałby się na odkupienie tego pakietu po cenie sprzedaży/cenie giełdowej to dodatkowa wartość dla akcjonariuszy MOL-a mogłaby być szacowana na 2000-4000 HUF na akcję czyli 8-17% (kalkulacja oparta o odchylenie wyceny sprzedaży EV/EBITDA w stosunku do aktualnych wskaźników dla MOL-a).

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO skor.	687	605	665	567	564
upstream	197	190	231	269	267
rafineria	239	178	179	90	90
detal	62	86	100	108	116
petchem	160	144	139	87	77
gaz	60	54	57	56	57
koszty ogólne	-31	-48	-42	-43	-44
EV/EBITDA LIFO skor.	4,4	5,1	4,6	5,1	4,9
Efekt LIFO	-77	25	15	23	16
Inne zd. jednorazowe	33	-7	0	0	0
Saldo finansowe	-91	-35	-10	-13	-14
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	6,1	4,5	4,7	2,4	2,4
upstream \$ EBITDA/boe	19,5	17,8	23,0	26,3	28,4
Przerób ropy mln ton	19,0	19,2	19,3	19,3	19,3
Wydobycie mboe/d	103,9	112,3	110,7	116,2	107,8

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Brent (USD/Bbl)	53,0	60,0	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Marża+dyferencjał	7,4	5,5	5,5	6,0	6,0	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
USD/HUF	270,00	260,00	260,00	260,00	260,00	260,00	260,00	260,00	260,00	260,00	260,00
Przychody	3 802	3 986	4 272	4 593	4 883	4 901	4 904	4 907	4 911	4 915	4 911
EBITDA	449	322	313	352	336	355	356	357	359	360	359
marża EBITDA	11,8%	8,1%	7,3%	7,7%	6,9%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
EBIT	298	160	142	175	154	168	164	159	154	148	164
Podatek	72	37	33	41	37	41	40	38	37	35	31
CAPEX	-185	-195	-195	-195	-195	-195	-195	-195	-195	-195	-195
Kapitał obrotowy	-142	-16	-21	-24	-20	0	0	0	1	1	-20
FCF	50	75	65	92	84	120	122	125	128	131	113
PV FCF	49	67	54	71	59	78	73	69	65	62	
WACC	8,2%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,5%
Risk-free rate	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%

Cena bieżąca

23 820 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

22 920 HUF

-3,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	22 920 HUF	2017-09-01	
poprzednia	redukuj	18 970 HUF	2016-12-20	
Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	+12,2%	+5,7%
ISIN	HU0000068952	Zmiana YTD	+19,0%	-6,5%
Liczba akcji (mln)	102 428,7	Średni obrót 1M	2 076,7 mln HUF	
MC (mld HUF)	2 439 851,2	Średni obrót 6M	2 884,5 mln HUF	
EV (mld HUF)	2 440 691,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	-1,7%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	4 090,7	3 553,0	4 053,8	4 265,6	4 545,0
EBITDA	643,4	623,4	679,9	590,2	580,3
marża EBITDA	15,7%	17,5%	16,8%	13,8%	12,8%
EBIT	-217,2	307,9	395,4	291,2	268,6
Zysk netto	-261,0	263,5	290,7	214,9	197,0
P/E	-	9,3	8,4	11,4	12,4
P/BV	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	3,8	3,9	3,6	4,1	4,2
DPS	485,49	567,00	625,00	653,84	686,53
DYield	2,0%	2,4%	2,6%	2,7%	2,9%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
CCS EBITDA			+21,0%	-6,8%	-4,6%
Zysk netto			+69,7%	+6,3%	+21,9%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			+33,6%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			+9,0%	+1,7%	+0,4%
Brent (USD/Bbl)			-11,7%	-14,3%	-13,3%

Bilans i CF

(mld HUF)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	587	519	462	524	515
CFO/EBITDA LIFO skor.	85%	86%	70%	92%	91%
Capex	370	289	293	292	289
Kapitał obrotowy	94	156	298	313	334
Kapitał własny	1 452	1 492	1 719	1 863	1 986
Dług netto	474	606	512	363	225
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	1,0	0,8	0,6	0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	4,7	4,1	3,9	2,6	2,6	2,5
Maksimum	77,9	18,3	20,9	7,9	9,2	9,6
Mediana	13,3	12,7	11,3	4,8	4,8	4,7
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 353
Dług netto i korekty	445
Segment wydobywczy	564
Wycena DCF na akcję (HUF)	16 692

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	26 131
DCF	50%	16 692
cena wynikowa		21 411
koszt kapitału 9M		7,0%
cena docelowa za 9M		22 920

PGNiG akumuluj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W niniejszej publikacji korygujemy w dół nasze założenia dotyczące cen Brent i gazu dla okresu 2017-19 (średnio o 13-19%) z uwagi na wolniejsze niż oczekiwaliśmy bilansowanie rynku ropy. Jednocześnie jednak w modelu PGNiG uwzględniamy nową strukturę segmentów (księgowanie 100% marży wydobywczej na gazie krajowym w segmencie E&P), która wskazuje na wyższy potencjał kreowania wyniku EBITDA po liberalizacji rynku zaplanowanej na październik 2017. Przyszłą marżę handlową dla klientów komercyjnych utrzymaliśmy na niezmiennym poziomie (4 PLN/MWh), ale widzimy w tym obszarze potencjał do pozytywnego zaskoczenia w roku 2018 (wysoki spread transgraniczny PL/DE). Dodatkowo wyniki 1H'17 pozwalają na podwyższenie naszych szacunków dla segmentu ciepłowniczego (większa kontrybucja aktywów przejętych od JSW) i dystrybucji (wysokie wolumeny i niższe koszty w 2H'17 z uwagi na premię wypłaconą w 2Q), co neutralizuje wspomniany ubytek przychodów z tytułu niższych cen węglodorów. Przy niewielkich zmianach skonsolidowanych prognoz EBITDA i rewizji w górę szacunków zysku netto (korzystniejsze saldo finansowe, niższy podatek i amortyzacja) podnosimy naszą cenę docelową do poziomu 7,57 PLN na akcję (poprzednio 7,25 PLN), głównie za sprawą metody porównawczej. Utrzymujemy rekomendację akumuluj. Zwracamy uwagę, że istotnym pozytywnym katalizatorem może być ewentualna akwizycja aktywów wydobywczych w Norwegii (konwersja nadpłynności z bilansu na dodatkowy strumień EBITDA) warunkowana uruchomieniem projektu Baltic Pipe (rezerwacja przepustowości we wrześniu). Nie można również zapominać o listopadowym wyroku arbitrażu rozstrzygającego spór z Gazpromem.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	7 064	6 904	7 285	7 950	8 514
EBITDA	6 080	5 974	7 285	7 950	8 514
wydobycie	2 426	2 206	3 980	4 183	4 599
obróć	623	614	255	908	937
dystrybucja	2 339	2 559	2 444	2 287	2 315
energetyka	679	759	847	819	916
pozostałe	13	-164	-241	-247	-252
Saldo finansowe	-276	-150	36	29	-42
Prod. ropy mln ton	1,39	1,35	1,32	1,42	1,34
kraj	0,77	0,75	0,75	0,84	0,84
zagranica	0,62	0,59	0,57	0,58	0,50
Prod. gazu mld m3	4,6	4,5	4,4	4,6	4,9
kraj	4,0	3,9	3,8	3,8	3,8
zagranica	0,6	0,6	0,6	0,8	1,1
marża obrót PLN/MWh	1,8	1,5	-0,8	3,2	3,2

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Brent (USD/Bbl)	53,0	60,0	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Gaz EU (EUR/MWh)	16,3	16,9	18,1	20,3	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8
USD/PLN	3,77	3,50	3,55	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Przychody	34 098	35 770	39 491	41 184	43 968	43 856	40 489	39 959	39 142	38 221	38 221
EBITDA	7 285	7 950	8 514	9 099	9 419	9 091	8 973	8 987	8 847	8 709	8 709
marża EBITDA	21,4%	22,2%	21,6%	22,1%	21,4%	20,7%	22,2%	22,5%	22,6%	22,8%	22,8%
EBIT	4 636	5 256	5 784	6 304	6 618	6 239	6 059	5 994	5 818	5 759	4 832
Podatek	1 168	1 360	1 496	1 944	2 060	1 933	1 856	1 812	1 712	1 662	1 467
CAPEX	-4 074	-4 209	-3 726	-3 763	-3 791	-3 808	-3 832	-3 855	-3 858	-3 877	-3 877
Kapitał obrotowy	-53	-99	-220	-100	-164	7	199	31	48	54	54
FCF	1 990	2 283	3 072	3 292	3 402	3 357	3 484	3 351	3 325	3 224	3 419
PV FCF	1 931	2 025	2 492	2 441	2 306	2 080	1 974	1 735	1 574	1 396	
WACC	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

6,83 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,57 PLN

+10,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	7,57 PLN	2017-09-01	
poprzednia	akumuluj	7,25 PLN	2017-08-02	
Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	+11,6%	+5,1%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	+25,8%	+0,2%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	19,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	39 465,9	Średni obrót 6M	21,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	37 188,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	-8,3%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	36 464,0	33 196,0	34 098,1	35 769,7	39 490,8
EBITDA	6 080,0	5 974,0	7 285,5	7 950,2	8 514,4
marża EBITDA	16,7%	18,0%	21,4%	22,2%	21,6%
EBIT	3 290,0	3 360,0	4 636,5	5 256,2	5 783,6
Zysk netto	2 134,0	2 351,0	3 496,7	3 919,3	4 254,6
P/E	18,9	16,8	11,3	10,1	9,3
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	6,7	6,7	5,1	4,6	4,1
DPS	0,20	0,18	0,20	0,30	0,34
DYield	2,9%	2,7%	2,9%	4,4%	5,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			+2,2%	-2,6%	+4,7%
Zysk netto			+13,5%	+3,5%	+13,5%
Brent (USD/Bbl)			-11,7%	-14,3%	-13,3%
Gaz EU (EUR/MWh)			-17,4%	-23,7%	-16,8%
USD/PLN			-8,4%	-13,6%	-4,1%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	7 271	5 922	8 120	6 926	7 188
CFO/EBITDA	120%	99%	111%	87%	84%
Capex	3 154	2 968	4 074	4 209	3 726
Kapitał obrotowy	2 843	3 619	2 012	2 110	2 330
Kapitał własny	30 736	32 013	34 354	36 525	38 820
Dług netto	360	523	-2 280	-3 203	-4 685
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,1	-0,3	-0,4	-0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,5	5,1	5,8	4,3	3,9	3,9
Maksimum	20,1	18,9	17,0	11,2	10,4	10,0
Mediana	12,8	13,0	12,5	6,3	6,4	6,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	42 880
Dług netto	1 679
Inne korekty	835
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,27

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	42%	7,53
DYield-porównawcza	8%	3,84
DCF	50%	7,27
koszt kapitału 9M		6,7%
cena docelowa za 9M		7,57

PKN Orlen sprzedaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Warunki makro w sektorze downstream wbrew naszym oczekiwaniom pozostają wciąż bardzo korzystne i choć utrzymujemy nasze konserwatywne założenia na lata kolejne (wzrosty cen ropy, spadek utylizacji mocy w ujęciu globalnym, presja na dyferencjał Ural/Brent, poprawa pozycji konkurencyjnej rafinerii amerykańskich poprzez spread Brent/WTI, uruchomienie dużych instalacji etylenowych w USA, na Bliskim Wschodzie i Chinach), to tegoroczną prognozę EBITDA LIFO musimy zrewidować w górę aż o 47%. Znacznie wyższy FCF'17 skutkuje też podwyżką szacunków zysku netto na lata kolejne (pozycja gotówkowa na bilansie), co przekłada się na wyższą wycenę porównawczą. W efekcie korygujemy naszą cenę docelową do 81,50 PLN/akcję (poprzednio 66,13 PLN), ale wobec obecnej wysokiej ceny rynkowej utrzymujemy rekomendację sprzedaj. Zwracamy uwagę, że na tegorocznych rekordowych wynikach spółka jest wyceniana na 5,7x EV/EBITDA LIFO, a przy założeniu normalizacji warunków otoczenia ten wskaźnik rośnie do 8,8x. Tak duża dysproporcja dobrze obrazuje wysoką wrażliwość wyników Orlenu zarówno na modelowe marże rafineryjne i petrochemiczne, jak i poziom utylizacji mocy koncernu w okresie gorszej koniunktury (Możejki, Unipetrol). W naszej opinii nie można również bagatelizować ryzyka zwiększenia presji politycznej na spółkę w kontekście prowadzonych inwestycji, których skala jest nieproporcjonalna do obecnych rekordowych wyników. Symptodem tej kategorii ryzyka była ostatnia propozycja zwiększenia opłaty paliwowej, którą według polityków miały „sfinansować” koncerny paliwowe (projekt ten został wycofany, ale zapowiedziano alternatywny sposób sfinansowania budowy dróg samorządowych).

Cena bieżąca

117,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

81,50 PLN

-30,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	sprzedaj	81,50 PLN	2017-09-01	
poprzednia	sprzedaj	66,13 PLN	2016-12-20	
Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	+8,3%	+1,8%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	+43,3%	+17,7%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	72,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	50 426,9	Średni obrót 6M	95,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	54 434,8	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	+8,1%
Free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	88 336,0	79 553,0	98 683,0	101 169,5	112 563,0
EBITDA	6 235,0	9 642,0	9 994,0	6 737,5	6 595,8
marża EBITDA	7,1%	12,1%	10,1%	6,7%	5,9%
EBIT	4 340,0	7 532,0	7 637,2	3 974,4	3 660,3
Zysk netto	2 837,0	5 261,0	5 870,3	2 877,3	2 439,7
P/E	17,8	9,6	8,6	17,5	20,7
P/BV	2,3	1,9	1,6	1,6	1,5
EV/EBITDA	9,5	5,8	5,4	8,6	8,9
DPS	1,65	2,13	3,00	4,03	2,31
DYield	1,4%	1,8%	2,5%	3,4%	2,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO			+46,8%	+3,8%	+4,9%
Zysk netto			+69,3%	+6,2%	+9,3%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			+41,0%	+10,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			+40,3%	+3,4%	-2,9%
USD/PLN			-8,4%	-13,6%	-4,1%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO skor.	10 111	7 668	9 175	6 321	6 179
rafineria	6 104	4 549	4 210	2 195	1 733
petchem	3 033	1 776	3 042	2 106	2 561
detal	1 556	1 832	2 159	1 861	1 899
upstream	44	255	288	338	405
energetyka	0	0	141	552	349
koszty ogólne	-626	-744	-664	-731	-767
EV/EBITDA LIFO skor.	5,9	7,4	6,0	9,2	9,6
Efekt LIFO	-1 510	86	366	417	417
Inne zd. jednorazowe	-2 366	1 888	453	0	0
Saldo finansowe	-642	-645	197	-198	-300
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	7,1	5,3	4,7	2,8	2,1
detal EBITDA/tonę	195	224	246	207	207
Przerób ropy mln ton	30,9	29,6	32,2	31,1	31,1
Prod. petch. (tys. ton)	3 401	3 071	3 551	3 616	3 781

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Marża+dyferencjał	7,1	5,5	5,0	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	0,0	0,0
Marża petchem	464	342	334	380	338	338	338	338	338	338	337,9
USD/PLN	3,77	3,50	3,55	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Przychody	98 683	101 170	112 563	127 013	136 012	136 679	137 346	138 053	138 747	139 462	139 462
EBITDA	9 541	6 737	6 596	7 743	7 536	7 581	7 689	7 741	7 757	7 789	7 789
marża EBITDA	9,7%	6,7%	5,9%	6,1%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
EBIT	7 184	3 974	3 660	4 616	4 443	4 456	4 547	4 507	4 425	4 354	4 439
Podatek	1 365	755	695	877	844	847	864	856	841	827	844
CAPEX	-5 000	-4 900	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350
Kapitał obrotowy	-67	-2 256	-2 092	-1 911	-635	-99	-99	-105	-103	-106	-106
FCF	3 109	-1 173	458	1 605	2 707	3 285	3 376	3 430	3 463	3 506	3 273
PV FCF	3 030	-1 062	385	1 252	1 956	2 197	2 091	1 966	1 838	1 723	
WACC	8,0%	7,7%	7,6%	7,7%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	5 354	9 331	8 439	3 764	3 865
CFO/EBITDA LIFO skor.	53%	122%	92%	60%	63%
Capex	3 079	5 033	5 000	4 900	3 350
Kapitał obrotowy	6 654	6 144	6 211	8 466	10 558
Kapitał własny	22 173	26 763	31 350	32 502	33 952
Dług netto	6 810	3 363	1 010	4 069	4 843
Dług netto/EBITDA (x)	1,1	0,3	0,1	0,6	0,7

Analiza porównawcza

	17P	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	18P	19P
Minimum	6,3	6,6	6,2	2,6	2,6	2,6	2,5	
Maksimum	15,9	15,8	15,3	19,1	19,7	20,4		
Mediana	10,0	10,6	10,9	5,5	5,8	5,7		
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%		

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	38 310
Dług netto	3 877
Inne korekty	-2 522
Wycena DCF na akcję (PLN)	74,61

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	78,71
DCF	50%	74,61
cena wynikowa		76,66
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		81,50

Energetyka

CEZ

akumuluj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Głównym powodem słabszego sentymentu do spółki na tle grupy porównawczej (MSCI EU Utilities +14% YTD, WIG-Energia +40% YTD) jest naszym zdaniem wzrost ryzyka politycznego w Czechach przed październikowymi wyborami. Realizacja niektórych populistycznych postulatów mogłaby oczywiście zaowocować kompresją wskaźników wyceny, ale dotychczasowe działania (nie zapowiedzi) dwóch największych partii czeskich sugerują, że mało realne jest odejście od dotychczasowej zdroworozsądkowej i rynkowej linii zarządzania spółką. Jeśli chodzi o perspektywę wyników to w naszej opinii w przyszłym roku, wbrew konsensusowi i pomimo kilku pozytywnych zdarzeń jednorazowych w tym roku, powinniśmy już zanotować dodatnią dynamikę EBITDA (dyspozycyjność mocy jądrowych, nowe elektrownie węglowe, wzrost wyników w OZE). Przypominamy również, że dzięki podwyższonej stopie wypłaty, mimo niższych poziomów zysku netto, spółka oferuje DYield 30% wyższy od średniej dla branży (podwyżka prognozy zysku netto przez Zarząd uwiarygadnia nasze szacunki DPS powyżej 30 CZK w 2018). Pozytywnym katalizatorem dla notowań, dzięki integracji pionowej wytwarzania, powinny być również ostatnie wzrosty cen węgla ARA (+12% od początku lipca) i mocne odbicie na CO₂ (powyżej 6 EUR/t z uwagi na zaplanowane na wrzesień trójstronne negocjacje ws. uzdrowienia ETS), przekładające się na ceny energii (kontrakt roczny zbliża się do 34 EUR/MWh). Przypominamy, że każde dodatkowe 1 EUR/MWh implikuje 1,5 mld CZK wzrostu EBITDA. Uwzględniając koszt kapitału i zmianę wyceny porównawczej (nie zmieniamy prognoz), podnosimy naszą cenę docelową do 468,78 CZK/akcję i utrzymujemy rekomendację akumuluj.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	65 065	58 596	55 748	56 991	57 820
EBITDA	65 265	58 206	56 448	56 991	57 820
wytwarzanie	31 354	25 403	23 180	24 043	25 183
wydobycie	4 321	4 413	4 093	4 191	4 249
dystrybucja	20 082	20 386	20 060	20 802	20 360
obrót	6 898	5 489	6 719	5 549	5 579
pozostałe	2 610	2 515	2 396	2 407	2 449
Saldo finansowe	-2 066	-6 786	-1 795	-5 124	-5 507
Produkcja energii TWh	60,8	60,7	62,2	64,1	64,2
w tym OZE	4,6	4,5	5,0	5,1	5,2
Wolumen obrotu TWh	37,9	37,5	37,8	38,0	38,3
dynamika r/r	7,5%	-1,2%	0,7%	0,7%	0,7%
marża obrotu CZK/MWh	181,8	146,5	178,0	145,9	145,6
WRA w mld CZK	107,1	110,5	114,1	121,0	128,0
zwrot na WRA (EBIT)	11,9%	13,0%	12,2%	11,9%	10,7%

Model DCF

(mln CZK)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Energia (EUR/MWh)	29,7	30,4	30,8	31,2	31,6	32,0	33,2	33,6	34,4	34,4	34,4
EUR/CZK	26,6	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3
CO ₂ (EUR/t)	5,0	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	8,5	9,0	10,0	10,0	10,0
Przychody	205 143	205 585	208 798	211 060	213 292	215 538	217 800	222 375	224 623	228 066	228 066
EBITDA	60 037	60 670	61 591	60 967	61 556	61 032	61 584	62 461	63 033	63 590	63 590
marża EBITDA	29,3%	29,5%	29,5%	28,9%	28,9%	28,3%	28,3%	28,1%	28,1%	27,9%	27,9%
EBIT	26 587	26 895	27 573	26 260	27 385	26 320	26 269	27 029	27 297	27 522	30 390
Podatek	5 583	5 648	5 790	5 515	5 750	5 525	5 513	5 672	5 727	5 774	5 513
CAPEX	-35 513	-34 963	-34 663	-34 463	-33 300	-33 272	-33 199	-33 080	-32 913	-32 699	-33 199
Kapitał obrotowy	520	-87	-631	-445	-439	-441	-444	-899	-442	-677	-442
FCF	19 460	19 972	20 506	20 544	22 068	21 794	22 427	22 809	23 950	24 440	24 435
PV FCF	19 104	18 551	18 019	17 080	17 354	16 209	15 771	15 162	15 043	14 500	
WACC	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	6,8%
Risk-free rate	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

Cena bieżąca

416,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

468,78 CZK

+12,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	468,78 PLN	2017-09-01	
poprzednia	akumuluj	453,01 PLN	2017-06-27	
Podstawowe dane			CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	+4,5%	-2,0%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+4,8%	-20,8%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	130,9 mln CZK	
MC (mld CZK)	223,8	Średni obrót 6M	157,8 mln CZK	
EV (mld CZK)	385,7	EV/EBITDA 12M fwd	7,1	+6,4%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	6,6	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	210 167,0	203 744,0	205 142,8	205 585,0	208 797,8
EBITDA	65 265,0	58 206,0	56 447,9	56 991,1	57 820,3
marża EBITDA	31,1%	28,6%	27,5%	27,7%	27,7%
EBIT	28 961,0	26 114,0	26 586,9	26 894,7	27 573,2
Zysk netto	20 739,0	14 281,0	18 415,2	16 170,8	16 390,6
P/E	10,8	15,7	12,2	13,8	13,7
P/BV	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,5	6,3	6,8	6,8	6,7
DPS	39,61	39,64	33,00	30,81	27,05
DYield	9,5%	9,5%	7,9%	7,4%	6,5%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (EUR/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
EUR/CZK			0,0%	0,0%	0,0%
CO ₂ (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln CZK)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	72 579	48 953	57 490	53 995	54 300
CFO/EBITDA	111%	84%	102%	95%	94%
Capex	31 909	35 553	35 513	34 963	34 663
Kapitał obrotowy	30 852	40 832	40 312	40 399	41 030
Kapitał własny	267 893	256 812	257 474	257 071	258 908
Dług netto	131 899	140 886	157 368	159 045	158 485
Dług netto/EBITDA (x)	2,0	2,4	2,8	2,8	2,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,2	5,4	6,7	4,8	4,5	4,3
Maksimum	16,3	15,6	15,2	8,4	8,3	8,1
Mediana	12,6	12,6	11,9	7,0	6,7	6,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln CZK)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	469 449
Dług netto	160 425
Inne korekty	-50 092
Wycena DCF na akcję (CZK)	481,30

Wycena

(CZK)	waga	cena
porównawcza	33%	281,44
DYield-porównawcza	17%	657,42
DCF	50%	481,30
koszt kapitału 9M		5,6%
cena docelowa za 9M		468,78

Enea trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs Enei wzrósł YTD już o ponad 70%, co jest najlepszym wynikiem w sektorze. Katalizatorem odwrócenia negatywnego sentymentu okazała się transakcja przejęcia Engie Polska, zarówno z uwagi na niską cenę, jak i przedstawienie relatywnie niskich wymagań inwestycyjnych na dostosowanie tych aktywów do norm BAT. W naszym czerwcowym raporcie uwzględniliśmy już konsolidację Elektrowni Połaniec, ale opublikowane lepsze od oczekiwań wstępne dane za 2Q (pozytywne zaskoczenia w obszarze wytwarzania i segmencie wydobycia) skłaniają nas do kolejnej rewizji prognoz w górę (100 mln PLN średniorocznie na EBITDA), co w połączeniu z przesunięciem o koszt kapitału skutkuje podniesieniem ceny docelowej do poziomu 15,23 PLN na akcję. Z uwagi na ostatnie wzrosty kursu pozostawiamy jednak neutralną rekomendację. Przypominamy jednocześnie, iż w prognozach na rok 2018 należy uwzględnić pogorszenie rentowności w obrocie (brak efektu tanich zielonych certyfikatów, a nawet odwrotny efekt z uwagi na uchwaloną nowelizację ustawy o OZE) oraz ubytek wolumenów związany z przestojem kolejnego bloku 560 MW, które w części zneutralizują pozytywny efekt oddania do użytku inwestycji w Kozienicach. Ryzykiem dla Enei jest również ewentualne opóźnienie w procesie legislacyjnym ustawy o rynku mocy (kwestia kwalifikacji nowego bloku do koszyka nowych mocy). Ewentualnym negatywnym katalizatorem może być również uruchomienie projektu zgazowania węgla przy kopalni Bogdanka (Enea wciąż prowadzi analizy tego projektu podczas gdy PGE już wycofała się z takiej instalacji w ZEDO).

Cena bieżąca

15,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

15,23 PLN

-0,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	15,23 PLN	2017-09-01	
poprzednia	trzymaj	12,60 PLN	2017-06-27	
Podstawowe dane			ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	+16,3%	+9,8%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	+64,9%	+39,3%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	6,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 732,0	Średni obrót 6M	8,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 121,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	-6,1%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	9 848,4	11 255,7	11 435,9	12 207,4	11 785,6
EBITDA	2 129,9	2 327,8	2 705,6	3 153,3	2 938,9
marża EBITDA	21,6%	20,7%	23,7%	25,8%	24,9%
EBIT	-162,1	1 119,3	1 526,6	1 778,6	1 534,8
Zysk netto	-434,9	784,4	1 037,0	1 098,5	895,4
P/E	-	8,6	6,5	6,1	7,5
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	5,4	5,1	5,2	4,4	4,8
DPS	0,47	0,00	0,25	0,35	0,37
DYield	3,1%	0,0%	1,6%	2,3%	2,4%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			+3,6%	+3,7%	+3,6%
Zysk netto			+11,0%	+9,5%	+11,4%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	1 972	2 520	2 706	3 153	2 939
EBITDA	2 130	2 328	2 706	3 153	2 939
wytwarzanie	895	517	796	1 221	1 013
wydobycie	114	609	691	748	684
dystrybucja	1 139	1 111	1 066	1 093	1 146
obróć	126	154	214	165	169
pozostałe	-187	-67	-61	-74	-73
Saldo finansowe	-247	-51	-94	-245	-284
Produkcja energii TWh	13,1	13,6	20,9	26,2	28,4
w tym OZE	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6
Wolumen obrotu TWh	16,2	16,7	17,1	17,4	17,8
dynamika r/r	-1,0%	3,0%	2,5%	1,9%	1,9%
marża obrotu PLN/MWh	7,8	9,2	12,5	9,5	9,5
WRA w mld PLN	6,9	7,3	7,5	7,8	8,1
zwrot na WRA (EBIT)	10,2%	8,7%	8,0%	8,0%	8,2%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	2 206	2 424	2 220	2 749	2 730
CFO/EBITDA	104%	104%	82%	87%	93%
Capex	2 847	2 688	2 714	2 136	2 371
Kapitał obrotowy	1 159	1 132	1 323	1 412	1 363
Kapitał własny	11 338	12 176	13 102	14 045	14 776
Dług netto	3 932	4 379	6 453	6 241	6 331
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	1,9	2,4	2,0	2,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,2	5,4	6,7	4,8	4,5	4,3
Maksimum	16,3	15,6	15,2	8,4	8,3	8,1
Mediana	13,7	12,8	12,0	7,0	6,9	6,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Energia (PLN/MWh)	161,1	166,5	152,5	154,2	138,9	140,5	142,2	147,2	148,8	152,1	152,1
Węgiel (PLN/t)	200,0	214,0	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3
CO2 (EUR/t)	5,0	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	8,5	9,0	10,0	10,0	10,0
Przychody	11 436	12 207	11 786	11 935	11 487	11 677	11 942	12 320	12 525	12 762	12 762
EBITDA	2 706	3 153	2 939	2 891	3 158	3 194	3 311	3 453	3 491	3 512	3 512
marża EBITDA	23,7%	25,8%	24,9%	24,2%	27,5%	27,4%	27,7%	28,0%	27,9%	27,5%	27,5%
EBIT	1 527	1 779	1 535	1 474	1 710	1 715	1 762	1 829	1 826	1 866	1 406
Podatek	290	338	292	280	325	326	335	347	347	355	267
CAPEX	-2 714	-2 136	-2 371	-2 809	-2 850	-2 654	-2 197	-2 070	-2 106	-2 146	-2 106
Kapitał obrotowy	-191	-89	49	-17	52	-22	-31	-44	-24	-27	-24
FCF	-1 864	590	325	-215	35	192	749	992	1 015	984	1 115
PV FCF	-1 826	542	280	-174	27	137	503	626	601	546	
WACC	6,4%	6,6%	6,7%	6,5%	6,4%	6,3%	6,3%	6,5%	6,6%	6,7%	7,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	12 744
Dług netto	4 490
Inne korekty	-1 983
Wycena DCF na akcję (PLN)	14,21

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	0%	26,91
DYield-porównawcza	0%	8,09
DCF	100%	14,21
koszt kapitału 9M		6,7%
cena docelowa za 9M		15,23

Energa trzymaj (obniżona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Uchwalona nowelizacja ustawy o OZE zasadniczo zmieniła sytuację Energi, jeśli chodzi o rentowność w segmencie obrotu. Wszystko wskazuje na to, że powiązanie opłaty zastępczej z cenami świadectw pochodzenia (max 125% notowań świadectw pochodzenia z poprzedniego roku rozliczeniowego, czyli przykładowo przy średnich cenach OZE VII'16-VI'17 na poziomie 38 PLN/MWh opłata mogłaby wynieść maksymalnie 47,5 PLN), pozwoli spółce na urynkowienie kosztów kolorowania energii w kontraktach długoterminowych. Przypominamy, że spółka wciąż znaczną część świadectw pochodzenia kupuje w oparciu o umowy długoterminowe po cenach powyżej 200 PLN/MWh. Na terenie Energi zlokalizowanych jest około 65% wszystkich farm wiatrowych, z których produkcja przekracza „obowiązki umorzeniowe” spółki. Nawet jeśli założymy, że Energa tylko około 30% tych wolumenów odbiera po zawyżonych cenach, to roczna strata (przy obecnych notowaniach na poziomie poniżej 30 PLN/MWh) może sięgać 200-250 mln PLN (kalkulacje potwierdza odchylenie jednostkowej marży od średniej rynkowej). W połączeniu ze zniesieniem efektu sprzedawcy z urzędu (30-40 mln PLN z tytułu efektu ceny regulowanej i drugie tyle z braku kosztów bilansowania portfela związanego z korelacją wahań cen spotowych z produkcją energii z wiatru), oznacza to dodatnią dynamikę EBITDA w 2018 roku i znaczący wzrost FCF w kolejnych okresach oraz poprawę wskaźników bilansowych. Rynek w ostatnich tygodniach zdążył już zdyskontować te pozytywne informacje i dlatego zamykamy naszą pozytywną rekomendację, obniżając zalecenie do trzymaj. Cenę docelową nieznacznie korygujemy do 13,50 PLN, głównie z uwagi na przesunięcie czasowe w modelu DCF.

Cena bieżąca

13,64 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

13,50 PLN

-1,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	13,50 PLN	2017-09-01	
poprzednia	akumuluj	13,20 PLN	2017-07-21	
Podstawowe dane			ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	+30,3%	+23,8%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	+49,9%	+24,3%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	27,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 647,9	Średni obrót 6M	15,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 246,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,9	-3,7%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	10 804,0	10 181,0	10 568,5	10 797,0	10 655,7
EBITDA	2 213,0	2 027,0	2 019,1	2 164,1	2 205,0
marża EBITDA	20,5%	19,9%	19,1%	20,0%	20,7%
EBIT	1 280,0	487,0	1 040,1	1 178,3	1 194,9
Zysk netto	832,0	151,0	725,0	771,6	753,1
P/E	6,8	37,4	7,8	7,3	7,5
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	4,3	5,1	5,1	4,7	4,7
DPS	1,44	0,49	0,19	0,26	0,28
DYield	10,6%	3,6%	1,4%	1,9%	2,1%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	2 090	2 040	1 972	2 164	2 205
EBITDA	2 213	2 027	2 019	2 164	2 205
wytwarzanie konw./CHP	164	195	227	194	181
OZE	228	119	86	93	75
distribucja	1 688	1 720	1 673	1 663	1 732
obróć	172	40	41	269	273
pozostałe	-39	-48	-7	-55	-56
Saldo finansowe	-228	-282	-138	-218	-258
Produkcja energii TWh	4,1	3,9	4,0	3,7	3,7
w tym OZE	1,7	0,5	0,6	0,6	0,6
Wolumen obrotu TWh	16,8	19,6	20,4	20,7	21,0
dynamika r/r	2,5%	17,1%	4,0%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	10,3	4,2	2,0	13,0	13,0
WRA w mld PLN	11,0	11,6	11,7	12,1	12,4
zwrot na WRA (EBIT)	8,9%	8,5%	7,8%	7,4%	7,5%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Energia (PLN/MWh)	161,1	166,5	152,5	154,2	138,9	140,5	142,2	147,2	148,8	152,1	152,1
Węgiel (PLN/t)	200,0	214,0	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3
CO2 (EUR/t)	5,0	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	8,5	9,0	10,0	10,0	10,0
Przychody	10 569	10 797	10 656	10 890	10 698	10 929	11 160	11 339	11 436	11 577	11 577
EBITDA	2 019	2 164	2 205	2 244	2 271	2 315	2 470	2 591	2 582	2 631	2 611
marża EBITDA	19,1%	20,0%	20,7%	20,6%	21,2%	21,2%	22,1%	22,8%	22,6%	22,7%	22,6%
EBIT	1 040	1 178	1 195	1 205	1 196	1 202	1 278	1 376	1 383	1 445	1 156
Podatek	198	224	227	229	227	228	243	262	263	274	220
CAPEX	-1 581	-1 561	-1 836	-2 190	-2 248	-2 063	-1 624	-1 450	-1 455	-1 463	-1 455
Kapitał obrotowy	61	-33	21	-34	28	-34	-34	-26	-14	-21	-26
FCF	301	345	163	-209	-176	-10	569	853	851	873	910
PV FCF	294	314	138	-165	-130	-7	364	508	471	448	0
WACC	7,3%	7,3%	7,4%	7,3%	7,3%	7,2%	7,3%	7,5%	7,6%	7,8%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	1 604	1 782	1 909	1 948	2 048
CFO/EBITDA	72%	88%	95%	90%	93%
Capex	1 602	1 580	1 581	1 561	1 836
Kapitał obrotowy	1 398	1 608	1 547	1 580	1 560
Kapitał własny	8 770	8 777	9 423	10 085	10 722
Dług netto	3 879	4 664	4 550	4 496	4 663
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	2,3	2,3	2,1	2,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/ EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,2	5,4	6,7	4,8	4,5	4,3
Maksimum	16,3	15,6	15,2	8,4	8,3	8,1
Mediana	13,7	12,8	12,0	7,0	6,9	6,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	10 115
Dług netto	4 666
Inne korekty	-210
Wycena DCF na akcję (PLN)	12,65

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	0%	23,37
DYield-porównawcza	0%	5,70
DCF	100%	12,65
koszt kapitału 9M		6,7%
cena docelowa za 9M		13,50

PGE trzymaj (obniżona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Notowania PGE wzrosły od naszego ostatniego raportu o ponad 20% i dlatego już zamykamy naszą pozytywną rekomendację, obniżając zalecenie do trzymaj. Jednocześnie korygujemy wycenę i prognozy o ogłoszoną kilka dni temu korektę końcową KDT (938 mln PLN płatności do końca roku podczas gdy do tej pory zakładaliśmy neutralny wpływ tego rozliczenia), co wraz z przesunięciem czasowym modelu DCF skutkuje podwyższeniem ceny docelowej do 14,98 PLN akcję. Naszym zdaniem w najbliższych miesiącach może brakować już kolejnych katalizatorów wzrostu. Baza odniesienia dla oczyszczonych wyników EBITDA w drugim półroczu będzie już wyższa (wyższa utylizacja mocy w Bełchatowie w 2H'16 i mniejsza różnica w marży w obrocie), a wydłużone postępowanie w UOKiK w sprawie przejęcia EDF Polska opóźnia prezentację strategii dla kogeneracji (liczyliśmy że pojawi się ona jeszcze we wrześniu, a wyodrębnienie w sprawozdaniu segmentowym EBITDA tego regulowanego obszaru zaowocuje ekspansją wskaźników wyceny PGE). Identyfikujemy również zagrożenie dla naszego scenariusza wzrostu cen energii na lokalnym rynku w przyszłym roku. Teoretycznie podwyżki cen miały węglowego na lokalnym rynku zostały już zapowiedziane, a tymczasem kontrakt roczny BASE'18 spadł poniżej 164 PLN/MWh i to mimo ostatnich wzrostów na rynku uprawnień do emisji CO₂. Nadal oczekujemy, że jesienią kontraktacja nabierze tempa i obecne kwotowania nie są jeszcze w pełni miarodajne, ale patrzymy na te odczyty z niepokojem gdyż w naszym modelu zakładaliśmy wzrost średniej ceny o 5 PLN/MWh w ujęciu r/r do 166,5 PLN/MWh (każde 1 PLN/MWh mniej to ubytek EBITDA rzędu 50 mln PLN).

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	7 466	6 124	7 968	8 136	7 490
EBITDA	8 228	7 376	8 036	8 136	7 490
wytwarzanie	4 698	4 182	4 667	4 736	4 082
OZE	391	365	290	301	271
dystribucja	2 461	2 230	2 310	2 368	2 403
obróć	610	500	697	659	661
pozostałe	68	99	72	72	72
Saldo finansowe	-167	-238	-262	-448	-510
Produkcja energii TWh	55,6	53,7	70,7	71,1	78,9
w tym OZE	2,2	2,4	2,5	2,5	2,5
Wolumen obrotu TWh	39,0	42,9	40,3	40,9	41,6
dynamika r/r	-1,6%	10,0%	-6,0%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	15,6	11,7	17,3	16,1	15,9
WRA w mld PLN	14,6	15,1	15,6	15,8	15,8
zwrot na WRA (EBIT)	9,5%	7,3%	7,5%	7,8%	8,0%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Energia (PLN/MWh)	161,1	166,5	152,5	154,2	138,9	140,5	142,2	147,2	148,8	152,1	152,1
Węgiel (PLN/t)	200,0	214,0	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3
CO ₂ (EUR/t)	5,0	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	8,5	9,0	10,0	10,0	10,0
Przychody	22 945	23 335	22 431	23 302	21 523	21 988	22 466	23 396	23 902	24 600	24 600
EBITDA	8 036	8 136	7 490	7 651	8 018	7 992	7 946	7 896	7 902	7 834	7 834
marża EBITDA	35,0%	34,9%	33,4%	32,8%	37,3%	36,3%	35,4%	33,7%	33,1%	31,8%	31,8%
EBIT	5 348	5 076	4 127	4 050	4 248	4 045	3 823	3 580	3 378	3 381	3 789
Podatek	1 016	965	784	770	807	769	726	680	642	642	720
CAPEX	-7 980	-6 796	-5 294	-4 251	-4 091	-4 040	-3 940	-3 992	-4 045	-4 098	-4 045
Kapitał obrotowy	609	-46	107	-103	211	-55	-57	-110	-60	-83	-60
FCF	-5 120	329	1 519	2 528	3 330	3 129	3 223	3 113	3 155	3 011	3 009
PV FCF	-4 993	297	1 270	1 953	2 371	2 054	1 950	1 737	1 623	1 428	
WACC	7,8%	7,9%	8,1%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

14,27 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,98 PLN

+5,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	14,98 PLN	2017-09-01	
poprzednia	akumuluj	14,46 PLN	2017-08-02	
Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	+17,8%	+11,4%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	+36,6%	+11,0%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	28,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	26 681,8	Średni obrót 6M	28,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	37 810,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	+3,0%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	28 542,0	28 092,0	22 945,1	23 335,4	22 430,7
EBITDA	8 228,0	7 376,0	8 036,0	8 135,9	7 489,5
marża EBITDA	28,8%	26,3%	35,0%	34,9%	33,4%
EBIT	-3 589,0	3 512,0	5 347,6	5 076,5	4 127,0
Zysk netto	-3 032,0	2 568,0	4 111,3	3 742,0	2 925,1
P/E	-	10,4	6,5	7,1	9,1
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,5	4,3	4,7	4,7	4,9
DPS	0,78	0,25	0,00	0,00	0,00
DYield	5,5%	1,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			+17,8%	0,0%	0,0%
Zysk netto			+31,8%	+0,7%	+1,1%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO ₂ (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	6 777	6 391	7 677	7 208	6 907
CFO/EBITDA	82%	87%	96%	89%	92%
Capex	8 606	7 935	7 980	6 796	5 294
Kapitał obrotowy	3 388	3 325	2 716	2 762	2 655
Kapitał własny	40 321	42 679	46 790	50 532	53 457
Dług netto	2 304	4 909	10 243	10 279	9 175
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,7	1,3	1,3	1,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,2	5,4	6,7	4,8	4,5	4,3
Maksimum	16,3	15,6	15,2	8,4	8,3	8,1
Mediana	13,7	12,8	12,0	7,0	6,9	6,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	33 762
Dług netto	4 909
Inne korekty	-2 592
Wycena DCF na akcję (PLN)	14,04

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	0%	21,37
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	14,04
koszt kapitału 9M		6,7%
cena docelowa za 9M		14,98

Tauron trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wykonanie naszej rocznej prognozy EBITDA wynosi po półroczu 56% i obecnie nie widzimy powodów do ich rewizji w górę, tym bardziej że rezultat 1Q był wzmocniony zdarzeniem jednorazowym na 190 mln PLN, a Zarząd formułował na konferencji dość konserwatywne oczekiwania dotyczące rentowności i wolumenów w segmencie wydobywczym. Należy też liczyć się z presją na rekordowo wysokie marże na obrocie (+2 PLN/MWh r/r) w związku z odbiciem zielonych certyfikatów. Przyszłoroczna EBITDA również ma ograniczony potencjał do pozytywnych zaskoczeń (zakładaliśmy neutralny wpływ reformy ORM na wyniki wytwarzania, tak więc ewentualne wycofanie się PSE z tych zmian nie niesie ze sobą implikacji dla naszych szacunków), szczególnie że niepokojąco wygląda sytuacja cenowa na polskim rynku energii. Z jednej strony PGG oczekuje od odbiorców wyższych cen za węgiel i rośnie cena CO₂, a z drugiej kontrakt roczny na prąd stoi w miejscu poniżej 164 PLN/MWh. W takim otoczeniu Tauron jest szczególnie narażony na erozję marży z uwagi na brak darmowych uprawnień na rejestrach, relatywnie wysoki udział zewnętrznych zakupów węgla na tle najbliższej konkurencji i brak umowy długoterminowej z PGG, za którą mógłby się chronić przed podwyżkami (tak jak robi to PGE). Przy obecnym kursie akcji, utrzymujemy neutralną rekomendację, aczkolwiek uwzględniając koszt pieniądza w czasie korygujemy nieznacznie naszą wycenę do 3,89 PLN/akcję (poprzednio 3,67 PLN).

Cena bieżąca

3,92 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,89 PLN

-0,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	3,89 PLN	2017-09-01
poprzednia	trzymaj	3,67 PLN	2017-06-27
Podstawowe dane			
	TPE PW	Zmiana 1M	+9,5% +3,0%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	+37,5% +12,0%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	13,7 mln PLN
MC (mln PLN)	6 870,0	Średni obrót 6M	11,7 mln PLN
EV (mln PLN)	16 737,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,0 +0,5%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	18 264,4	17 646,5	17 533,1	17 973,1	17 743,4
EBITDA	3 523,2	3 336,8	3 745,8	3 633,9	3 543,6
marża EBITDA	19,3%	18,9%	21,4%	20,2%	20,0%
EBIT	-1 901,2	801,5	2 087,0	1 970,7	1 742,3
Zysk netto	-1 807,4	367,5	1 528,4	1 336,3	1 071,1
P/E	-	18,7	4,5	5,1	6,4
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	4,2	4,6	4,5	5,0	5,3
DPS	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	3,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
CO2 (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	3 533	3 374	3 543	3 634	3 544
EBITDA	3 523	3 337	3 746	3 634	3 544
wytwarzanie	755	545	475	460	300
wydobycie	9	-82	111	171	119
dystribucja	2 372	2 395	2 332	2 409	2 518
obróć	380	490	796	562	570
pozostałe	7	-11	32	32	36
Saldo finansowe	-287	-293	-177	-300	-403
Produkcja energii TWh	18,6	16,8	18,5	17,0	16,9
w tym OZE	1,5	1,3	1,3	1,3	1,3
Wolumen obrotu TWh	35,9	32,0	34,6	35,1	35,6
dynamika r/r	-1,3%	-10,9%	8,0%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	15,6	17,3	17,5	16,0	16,0
WRA w mld PLN	14,9	15,4	16,1	16,3	16,6
zwrot na WRA (EBIT)	9,2%	8,9%	8,1%	8,5%	8,6%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	3 387	3 064	3 377	3 287	3 282
CFO/EBITDA	96%	92%	90%	90%	93%
Capex	3 974	3 647	4 382	4 233	3 539
Kapitał obrotowy	706	517	504	516	510
Kapitał własny	16 018	16 649	18 118	19 394	20 405
Dług netto	7 774	8 595	9 839	11 146	11 866
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	2,6	2,6	3,1	3,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	7,1	6,2	6,5	4,8	4,5	4,3
Maksimum	16,3	16,1	19,3	8,4	8,3	8,1
Mediana	13,7	12,8	12,0	7,0	7,1	7,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Energia (PLN/MWh)	161,1	166,5	152,5	154,2	138,9	140,5	142,2	147,2	148,8	152,1	152,1
Węgiel (PLN/t)	200,0	214,0	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3	204,3
CO2 (EUR/t)	5,0	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	8,5	9,0	10,0	10,0	10,0
Przychody	17 533	17 973	17 743	18 311	17 957	18 279	18 607	19 080	19 421	19 789	19 789
EBITDA	3 746	3 634	3 544	3 784	4 046	4 122	4 198	4 276	4 356	4 340	4 340
marża EBITDA	21,4%	20,2%	20,0%	20,7%	22,5%	22,5%	22,6%	22,4%	22,4%	21,9%	21,9%
EBIT	2 087	1 971	1 742	2 015	2 191	2 205	2 226	2 246	2 261	2 286	1 618
Podatek	397	374	331	383	416	419	423	427	430	434	307
CAPEX	-4 382	-4 233	-3 539	-2 682	-2 746	-2 720	-2 684	-2 694	-2 722	-2 724	-2 722
Kapitał obrotowy	13	-13	7	-16	10	-9	-9	-14	-10	-11	-10
FCF	-1 020	-987	-320	703	894	973	1 081	1 141	1 195	1 171	1 301
PV FCF	-1 000	-913	-280	579	692	706	733	722	703	642	
WACC	6,1%	5,9%	5,9%	6,1%	6,4%	6,7%	7,0%	7,2%	7,5%	7,4%	7,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	15 800
Dług netto	8 595
Inne korekty	-807
Wycena DCF na akcję (PLN)	3,65

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	0%	8,29
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	3,65
koszt kapitału 9M		6,7%
cena docelowa za 9M		3,89

Telekomunikacja, media, IT

Netia

trzymaj (obniżona)

Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06 pawel.szpigiel@mbank.pl

Głównym problemem Netii jest przestarzała infrastruktura, na której spółka działa, zarówno własna, jak i wynajmowana od sieci Orange Polska. Netia ogłosiła w 1Q'17 plan inwestycyjny dot. modernizacji swojej sieci opiewający na 417 mln PLN. Spółka chciała pokryć szybką siecią 2,6 mln gospodarstw domowych do 2020 r. Do planów podchodziliśmy pozytywnie. Pomimo wysokiego CAPEXu, spółka nie utraciłaby potencjału dywidendowego, a modernizacja dotyczyła głównie swojej sieci (gdzie Netia miała już zbudowaną bazę klientów). Ponadto, w przeszłości Netia wykazała, że potrafi monetizować z sukcesem posiadaną sieć (dla przykładu w ciągu dwóch lat po przejęciu sieci Aster w Krakowie i Warszawie w przeciągu półtora roku Netia uzyskała dobry wynik penetracji rzędu 8,3%, przy liczbie usług na jednego klienta = 2,1x). Jednak przez półtora roku od ogłoszenia planów Netia nie dokonała modernizacji na dużą skalę, co oceniamy negatywnie. Netia może utracić klientów na sieci miedzianej, zwłaszcza że Orange Polska szybko rozwija sieć FTTH i przyciąga ofertą konwergentną. Zakładamy szybszy odpływ klientów i przesunięcie CAPEXu na lata 2018-19. Przez opóźnienie modernizacji sieci, część klientów zostanie utracona. Co gorsza, Netia bez nowoczesnej sieci jest mało atrakcyjnym graczem do przejęcia. Każdy potencjalny nabywca (jak T-Mobile czy Cyfrowy Polsat) musi liczyć się z faktem, że kupując Netię automatycznie będzie zmagać się z problemem przestarzałej sieci. Korygujemy nasze prognozy finansowe w dół na linii EBITDA o -1,7%/-4,5%/-8,4% w latach 2017-19. Obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółki z akumuluj do trzymaj z nową ceną docelową na poziomie 4,00 PLN

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Klienci linii głosowe (tys.)	1 253	1 140	1 048	988	951
ARPU głos wł. infras. (PLN)	31,1	28,4	27,0	25,9	25,4
ARPU głos WLR + LLU (PLN)	41,6	39,9	39,1	38,3	37,9
klienci broadband (tys.)	756	697	671	642	633
ARPU broadband (PLN)	55,4	56,3	56,0	56,6	57,7
Przychody	1 572	1 522	1 433	1 393	1 371
bezpośrednie usługi głos.	549	471	413	362	333
transmisja danych	659	659	620	616	613
rozł. międzyop. i hurt.	193	209	216	228	234
inne	171	183	184	187	191
Koszty sprzedaży	295	294	284	284	286
Koszty ogół. zarządu	146	149	143	143	144
EBIT	28	25	79	70	64
marża	1,8%	1,7%	5,5%	5,0%	4,7%
Zysk netto	2,2	32,6	56,0	42,8	35,3

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 433	1 393	1 371	1 375	1 398	1 425	1 454	1 488	1 526	1 567	1 567
EBITDA	384	354	332	323	328	335	342	352	364	378	378
marża EBITDA	26,8%	25,4%	24,2%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,7%	23,9%	24,1%	24,1%
Amortyzacja	305	284	269	250	234	220	206	194	183	196	196
EBIT	79	70	64	73	94	115	136	158	181	182	182
Podatek	15	13	12	14	18	22	26	30	34	35	35
NOPLAT	64	56	52	59	76	93	110	128	147	147	147
CAPEX	-322	-383	-326	-179	-175	-178	-182	-186	-191	-196	-196
Kapitał obrotowy	10	-7	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3	2	2
FCF	56	-49	-8	128	132	132	132	134	137	149	149
PV FCF	55	-44	-6	101	97	90	84	79	75	77	77
WACC	7,6%	7,4%	7,2%	7,3%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%
Dług netto / EV	17,8%	23,3%	26,8%	25,2%	23,4%	21,4%	20,5%	21,2%	21,8%	22,0%	22,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca
Cena docelowa

3,90 PLN
4,00 PLN
potencjał zmiany
+2,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	4,00 PLN	2017-09-01
poprzednia	akumuluj	4,90 PLN	2017-01-27
Podstawowe dane			
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-5,6% -12,1%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-7,6% -33,1%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN
MC (mln PLN)	1 314,5	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	1 643,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,5 +3,9%
Free float	100,0%	EV/EBITDA 5Y avg	4,4 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 572	1 522	1 433	1 393	1 371
EBITDA	449	426	384	354	332
marża EBITDA	28,6%	28,0%	26,8%	25,4%	24,2%
EBIT	28	25	79	70	64
Zysk netto	2	33	56	43	35
P/E	594,0	40,4	23,5	30,7	37,2
P/BV	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8
EV/EBITDA	3,5	3,6	4,3	5,0	5,6
DPS	0,60	0,39	0,20	0,20	0,20
DYield	15,4%	10,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Zmiana prognoz					
Przychody			-0,8%	-0,8%	-2,2%
EBITDA			-1,7%	-4,5%	-8,4%
EBIT			-	-	-
Zysk netto			-	-	-
CAPEX			-7,0%	+13,7%	+11,1%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	497	442	381	337	322
CFO/EBITDA	111%	104%	99%	95%	97%
Capex	-438	-209	-322	-383	-326
Aktywa ogółem	2 689	2 450	2 412	2 498	2 520
Kapitał własny	2 036	1 896	1 779	1 752	1 718
Dług netto	253	204	329	461	555
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	0,5	0,9	1,3	1,7

Analiza porównawcza

	17P	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	18P	19P
Minimum	20,5	21,6	20,7	6,5	6,6	6,6	6,6	6,6
Maksimum	5,9	5,8	5,7	4,3	4,1	4,2	4,2	4,2
Mediana	15,3	14,3	13,7	6,1	5,9	5,7	5,7	5,7
waga	13%	23%	15%	13%	23%	15%	13%	15%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 637
Dług netto	344
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	3,84

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	3,69
DCF	50%	3,84
cena wynikowa		3,76
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		4,00

Orange Polska kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Wbrew konsensusowi rynkowemu, pozytywnie podchodzimy do Orange Polska. Pomimo, że w ciągu ostatnich 3 miesięcy notowania telekomu wzrosły o 30%, widzimy potencjał do dalszych wzrostów. Rynek zdyskontował dobre dane za 2Q'17. Orange zaraportowało skorygowaną EBITDA na poziomie 820 mln PLN (+2% vs. 804 mln PLN, tj. skorygowany wynik za 2Q'16). Oznacza to wyraźną poprawę dynamiki wyniku R/R (vs. -13,8% w 1Q'17, -4,9% w 4Q'16 i -10,2% w 3Q'16). Wyniki za 2Q'17 potwierdzają tezę z naszego raportu analitycznego z 30 czerwca 2017: telekom zmienił strategię w ramach akwizycji klienta – w miejsce agresywnego subsydiowania telefonami nowych klientów będzie się koncentrować na monetyzacji istniejącej bazy abonenckiej. Spodziewamy się, że przy stabilizacji wyników inwestorzy skoncentrują się na potencjale Orange Polska, jaki widzimy w: (1) optymalizacji nieefektywnej struktury kosztowej, (2) monetyzacji sieci FTTH i (3) przywiązaniu bazy abonenckiej jedyną na rynku ofertą konwergentną, która w 2Q'17 zaczyna generować dobre wyniki. Wskazujemy też na duże pole do redukcji etatów. Jeden pracownik Orange Polska wygenerował w 2016 r. średnio 743 tys. PLN przychodu. To mniej niż w całości stacjonarna Netia (903 tys. PLN), która przecież bazuje w dużej mierze na infrastrukturze Orange (brak przychodów hurtowych). Nieefektywność zatrudnienia jest jeszcze większa w porównaniu do Play (2 348 tys. PLN przychodu rocznie per pracownik) i Cyfrowego Polsatu (1 957 tys. PLN; 2 088 tys. PLN dla Elieme 1, matki Polkomtela, za 2013 r.). Szacujemy, że Orange Polska może zredukować koszty zatrudnienia do poziomu 9,5% sprzedaży, tj. aż o 540 mln PLN rocznie.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
dost. szerokopasm. (tys.)	2 105	2 206	2 502	2 578	2 756
klienci ust. głosowe (tys.)	4 194	3 932	3 700	3 533	3 444
Przychody	11 840	11 538	11 370	11 172	11 321
telefonii komórkowa	5 498	6 324	6 231	6 062	6 226
telefonii stacjonarna	5 083	4 720	4 516	4 468	4 440
pozostałe	616	494	623	642	655
Koszty	8 480	8 445	8 497	8 323	8 380
koszty pracownicze	1 713	1 636	1 641	1 613	1 624
usługi obce	6 271	6 432	6 520	6 380	6 422
poz. przychody i koszty	367	377	336	330	334
rozwiązanie stos. pracy	129	0	0	0	0
sprzedaż aktywów	71	70	83	90	75
EBITDA	3 431	3 163	2 955	2 939	3 015
marża	29,0%	27,4%	26,0%	26,3%	26,6%
Zysk netto	254	-1 746	77	168	338

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	11 370	11 172	11 321	11 576	11 727	11 872	12 000	12 105	12 190	12 255	12 255
EBITDA	2 955	2 939	3 015	3 150	3 243	3 325	3 388	3 429	3 471	3 500	3 500
marża EBITDA	26,0%	26,3%	26,6%	27,2%	27,7%	28,0%	28,2%	28,3%	28,5%	28,6%	28,6%
Amortyzacja	2 586	2 455	2 335	2 225	2 124	2 033	1 955	1 891	1 845	1 818	1 818
EBIT	369	484	680	926	1 118	1 292	1 433	1 538	1 626	1 682	1 682
Podatek	70	92	129	176	213	246	272	292	309	320	320
NOPLAT	299	392	551	750	906	1 047	1 161	1 246	1 317	1 363	1 363
CAPEX	-1 992	-2 003	-1 921	-1 834	-1 806	-1 656	-1 707	-1 756	-1 788	-1 818	-1 818
Kapitał obrotowy	-370	-830	-175	-91	-70	-71	-74	-78	-81	-85	-85
FCF	523	14	790	1 050	1 154	1 352	1 334	1 303	1 293	1 278	1 278
PV FCF	507	13	679	849	877	965	892	816	759	702	
WACC	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,4%	6,5%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%
Dług netto / EV	48,7%	49,2%	47,9%	46,9%	45,4%	42,8%	40,1%	39,2%	38,3%	37,4%	37,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

5,99 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,10 PLN

+18,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	7,10 PLN	2017-06-30

Podstawowe dane			OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	+16,8%	+10,3%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	+8,7%	-16,8%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M		11,5 mln PLN
MC (mln PLN)	7 858,9	Średni obrót 6M		14,7 mln PLN
EV (mln PLN)	14 276,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	+11,2%
Free float	49,3%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	11 840	11 538	11 370	11 172	11 321
EBITDA	3 443	1 371	2 955	2 939	3 015
marża EBITDA	29,1%	11,9%	26,0%	26,3%	26,6%
EBIT	572	-1 354	369	484	680
Zysk netto	254	-1 746	77	168	338
P/E	30,9	-	102,4	46,9	23,3
P/BV	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	3,4	10,8	4,8	4,9	4,7
DPS	0,50	0,25	0,00	0,00	0,25
DYield	8,3%	4,2%	0,0%	0,0%	4,2%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	2 537	2 549	2 295	1 793	2 497
CFO/EBITDA	74%	81%	78%	61%	83%
Capex	-1 998	-5 604	-2 070	-2 092	-1 995
Aktywa ogółem	21 652	22 588	22 498	21 878	21 816
Kapitał własny	11 975	10 007	10 060	10 228	10 238
Dług netto	3 982	6 932	6 416	6 536	6 213
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	2,2	2,2	2,2	2,1

Analiza porównawcza

	P/E			DYield - RFR		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	8,8	8,6	8,6	5,8%	6,0%	6,3%
Maksimum	3,8	3,7	3,6	-5,7%	-4,6%	-3,6%
Mediana	5,6	5,3	5,2	3,0%	2,8%	3,2%
waga	33%	33%	33%	0%	0%	100%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	17 448
Dług netto	6 932
Inne korekty	2
Wycena DCF na akcję (PLN)	8,01

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,31
DCF	50%	8,01
cena wynikowa		6,66
koszt kapitału 9M		6,5%
cena docelowa za 9M		7,10

Agora kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Od publikacji naszego raportu analitycznego z października 2016 notowania Agory wzrosły się o ponad 60%. Dzięki redukcji zatrudnienia w pionie Prasa, rezygnacji z dziennika *Metrocafe.pl* oraz reorganizacji pracy redakcji EBITDA segmentu wzrosło w 1H'17 do 5,7 mln PLN (z 4,8 mln PLN w 1H'16) i to pomimo ponad 20% spadku średniego rozpowszechniania *Gazety Wyborczej*. Tym samym Zarząd Agory udowodnił, że jest w stanie podejmować radykalne decyzje biznesowe by chronić potencjał do generowania gotówki w spółce. Rok 2017 w Agorze to okres dużego sukcesu Heliosa. Segment Film i Książka przyniesie 70,4 mln PLN wyniku EBITDA (+24% R/R). Będzie to pochodną bardzo dobrej koniunktury w kinach. Tylko w 2Q'17 frekwencja w polskich kinach wzrosła o 33,4% R/R. Sieć Helios, umiejscowiona w średnich miastach powinna wykazywać większą dynamikę ze względu na wzrost konsumpcji, wywołanej m.in. Programem 500+. W 2017 r. Agora wygeneruje wynik EBITDA rzędu 119,3 mln PLN, który pozostanie w trendzie wzrostowym w kolejnych latach. Z drugiej strony Agora kończy w 2017 r. okres inwestycyjny (zakończenie projektu budowy wiat oraz intensywnego CAPEX na budowę kin). W ten sposób od 2018 r. będzie generować stabilny, wysoki FCF rzędu 58-62 mln PLN. Przy bardzo dobrej pozycji bilansowej (>3 mln PLN gotówki netto na koniec 1Q'17) Agora powinna zdecydować się na dwukrotne zwiększenie wydatków na dywidendę / skup akcji w ciągu dwóch lat. Pozostajemy z pozytywnym podejściem.

Cena bieżąca

17,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,80 PLN

+5,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	18,80 PLN	2017-07-25

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	+19,3%	+12,8%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	+42,1%	+16,5%
Liczba akcji (mln)	47,7	Średni obrót 1M		0,4 mln PLN
MC (mln PLN)	848,4	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	869,4	EV/EBITDA 12M fwd	6,9	+35,9%
Free float	62,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 189	1 198	1 217	1 248	1 273
EBITDA	121	115	119	123	126
marża EBITDA	10,2%	9,6%	9,8%	9,8%	9,9%
EBIT	19	17	22	29	35
Zysk netto	13	-17	2	16	23
P/E	66,8	-	559,2	53,3	37,3
P/BV	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	7,9	7,7	7,3	6,9	6,7
DPS	0,19	0,75	0,50	0,75	1,00
DYield	1,1%	4,2%	2,8%	4,2%	5,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
rozpowsz. GW (tys.)	178	161	130	123	122
sprzed. bilety do kin (mln)	9,3	10,8	13,1	13,6	13,7
ATP (PLN)	17,4	18,1	18,4	18,8	19,2
RPH (PLN)	6,4	6,7	6,7	6,8	7,0
Przychody	1 189	1 198	1 217	1 248	1 273
prasa	301	268	235	230	232
film i książka	345	364	438	460	471
reklama zewnętrzna	156	168	168	175	181
internet	151	168	176	184	189
radio	108	113	113	116	119
druk	165	156	119	116	115
wyłączenia	-36	-38	-33	-33	-34
EBITDA	121	115	119	123	126
marża	10,2%	9,6%	9,8%	9,8%	9,9%
Zysk netto	12,7	-16,6	1,5	15,9	22,7

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	111	97	98	112	116
CFO/EBITDA	92%	84%	82%	91%	92%
Capex	-90	-89	-63	-56	-58
Aktywa ogółem	1 610	1 569	1 535	1 492	1 457
Kapitał własny	1 153	1 097	1 075	1 055	1 030
Dług netto	93	15	-3	-24	-35
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,1	0,0	-0,2	-0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	71,8	44,1	26,3	23,0	18,1	14,5
Maksimum	12,3	11,4	9,3	5,2	4,6	3,9
Mediana	16,2	14,3	13,0	7,8	7,3	7,1
waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 217	1 248	1 273	1 300	1 327	1 355	1 384	1 414	1 445	1 478	1 507
EBITDA	120	123	126	128	131	134	137	141	145	150	153
marża EBITDA	9,9%	9,8%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	10,0%	10,0%	10,2%	10,2%
Amortyzacja	98	94	90	87	84	81	78	75	73	72	73
EBIT	22	29	35	41	47	53	59	66	72	78	80
Podatek	4	6	7	8	9	10	11	12	14	15	15
NOPLAT	18	24	29	33	38	43	48	53	58	64	65
CAPEX	-63	-56	-58	-59	-61	-63	-65	-67	-69	-72	-73
Kapitał obrotowy	4	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-3	-3
FCF	57	59	60	59	59	59	59	59	59	61	62
PV FCF	55	53	49	44	41	37	34	32	30	28	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	843
Dług netto	15
Inne korekty	62
Wycena DCF na akcję (PLN)	17,82

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	17,53
DCF	50%	17,82
cena wynikowa		17,68
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		18,80

Cyfrowy Polsat redukuje (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania CPS od początku lipca 2017 wzrosły o ponad 14%. Rynek zdyskontował dobre wyniki finansowe za 2Q'17. Jednak pozytywne katalizatory wyczerpały się. Oczekujemy (1) istotnego pogorszenia się wyników w kolejnych dwóch kwartałach (-7,4% w 3Q'17 i -5,8% w 4Q'17 po wzrostach +9,8% w 1Q'17 i 3,1% w 2Q'17). Ponadto, ze względu na (2) wyższy CAPEX i pierwsze płatności programowe związane z prawami do Ligi Mistrzów i Ligi Europy 2018-22, FCF w 2H'17 znacznie się pogorszy. Cyfrowy Polsat jest obecnie notowany na EV/EBITDA'17 z 17% premią do grupy porównawczej, co nie jest uzasadnione, biorąc pod uwagę (3) niższy wzrost EBITDA (-0,5% w 2016-18 vs. +7,1% w grupie por.), jak i (4) znikomy DYield (1,4% w 2018 r. vs. 4,1% grupa por.). W długim terminie ryzyko niosą (5) inwestycje operatorów w sieci światłowodowe, dofinansowane w ramach POPC. Oferta fixed + mobile będzie atrakcyjna dla abonentów DTH Cyfrowego z miast >20 tys., którzy stanowią aż 1/3 całej bazy. Remedium ma być Liga Mistrzów. To dobre rozwiązanie, ale naszym zdaniem nie przywróci długoterminowego wzrostu bazy abonenckiej. Głównym punktem za inwestycją w Cyfrowy jest wysoki FCF Yield (ok. 8,8% w 2017 r.), jednak przestrzegamy przed przykładaniem zbyt dużej premii do wyceny z tytułu silnej generacji gotówki – Cyfrowy dość jasno określił, że celem dla spółki jest oddłużanie. Spółka chce zejść do momentu refinansowania (przełom 2019/20) do długu netto rządu 1,75x EBITDA. Stąd zakładamy, że poziom dywidendy będzie ustalany na dolnych granicach przedziału przewidzianego przez politykę dywidendową, a DYield przekroczy 2% dopiero w 2020 r. Pozostajemy z naszą negatywną rekomendacją.

Cena bieżąca

26,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

24,40 PLN

-9,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	24,40 PLN	2017-08-29

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	+10,1%	+3,6%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	+10,4%	-15,2%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	7,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 139,7	Średni obrót 6M	13,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	28 277,5	EV/EBITDA 12M fwd	7,0	-3,2%
Free float	33,5%	EV/EBITDA 5Y avg	7,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	9 823	9 730	9 766	9 896	10 029
EBITDA	3 685	3 641	3 629	3 624	3 707
marża EBITDA	37,5%	37,4%	37,2%	36,6%	37,0%
EBIT	1 986	1 669	1 817	1 919	2 104
Zysk netto	1 163	863	1 055	1 237	1 441
P/E	14,7	19,9	16,2	13,9	11,9
P/BV	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	8,0	8,1	7,8	7,4	6,8
DPS	0,00	0,00	0,32	0,36	0,48
DYield	0,0%	0,0%	1,2%	1,4%	1,8%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	9 823	9 730	9 766	9 896	10 029
detaliczne od klinek	6 553	6 325	6 139	6 184	6 230
hurtowe	2 597	2 466	2 445	2 449	2 488
sprzedaż sprzętu	583	851	1 013	1 084	1 127
pozostałe	90	88	170	179	184
Koszty	7 868	8 069	7 966	7 976	7 926
kontent	1 066	1 114	1 127	1 169	1 211
dyskrybucja i marketing	803	828	875	887	899
D&A	1 699	1 972	1 812	1 705	1 603
rozliczenia międzyop.	2 141	1 939	1 978	2 011	1 975
wynagrodzenia	550	571	562	581	602
sprzęt	1 333	1 355	1 360	1 378	1 387
windykacja i odpisy	63	47	61	61	62
pozostałe koszty	214	245	191	184	186
Zysk netto	1 163	863	1 055	1 237	1 441

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	9 730	9 766	9 896	10 029	10 150	10 265	10 387	10 513	10 644	10 778	10 778
EBITDA	3 629	3 624	3 707	3 735	3 757	3 782	3 809	3 837	3 866	3 898	3 898
marża EBITDA	37,3%	37,1%	37,5%	37,2%	37,0%	36,8%	36,7%	36,5%	36,3%	36,2%	36,2%
Amortyzacja	1 812	1 705	1 603	1 508	1 428	1 354	1 286	1 224	1 166	1 110	1 110
EBIT	1 817	1 919	2 104	2 227	2 329	2 428	2 523	2 613	2 701	2 788	2 788
Podatek	345	365	400	423	443	461	479	496	513	530	530
NOPLAT	1 471	1 555	1 704	1 804	1 887	1 966	2 044	2 116	2 187	2 258	2 258
CAPEX	-879	-940	-953	-964	-975	-987	-999	-1 011	-1 024	-1 037	-1 037
Kapitał obrotowy	-424	-305	-286	-265	-248	-248	-249	-249	-250	-261	-261
FCF	1 981	2 014	2 068	2 082	2 091	2 086	2 082	2 080	2 080	2 069	2 069
PV FCF	1 949	1 854	1 776	1 665	1 555	1 439	1 330	1 228	1 132	1 038	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	31,9%	27,7%	23,1%	19,3%	15,1%	10,7%	5,8%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	2 888	2 885	2 957	3 029	3 083
CFO/EBITDA	78%	79%	81%	84%	83%
Capex	-583	-590	-879	-940	-953
Aktywa ogółem	26 490	27 729	26 962	26 394	25 621
Kapitał własny	10 250	11 378	12 228	13 233	14 365
Dług netto	10 851	11 125	9 765	8 300	6 804
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	3,1	2,7	2,3	1,8

Analiza porównawcza

	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	10,3	10,1	8,9	3,9	4,0	4,1
Maksimum	37,9	217,0	57,5	14,1	15,0	16,2
Mediana	6,5	6,4	6,2	15,5	15,1	13,9
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	27 182
Dług netto	11 125
Inne korekty	78
Wycena DCF na akcję (PLN)	24,99

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	20,93
DCF	50%	24,99
cena wynikowa		22,94
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		24,40

Wirtualna Polska akumuluj (podtrzymana)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Pomimo sukcesów na polu e-commerce (wzrosty obrotów rzędu 40% rocznie nie gasną) Wirtualna Polska odnotowała znaczne spowolnienie w obszarze reklamy on-line w 1H'17. Główny powód podany przez Zarząd to tzw. słabe *viewability*, które wpłynęło na decyzję reklamodawców o przesunięciu budżetów do telewizji. WP pracuje obecnie nad przyspieszeniem czasu ładowania reklam oraz zmianą rozmieszczenia banerów reklamowych na stronach. Naszym zdaniem oprócz problemów z *viewability*, kłopotem jest wzrost działań typu *programatic buying* w ostatnim czasie, co wpłynęło na spadek zainteresowania kampaniami wizerunkowymi prowadzonymi szeroko przez wydawców kontentu. Podmioty, które lepiej potrafią precyzyjnie namierzyć w sieci potencjalnego kupującego wygrywają. Stąd na relatywnie słabym rynku reklamowym Facebook czy Google wygrywa z podmiotami takimi jak Onet, WP czy Gazeta.pl. Wirtualna zareagowała szybko, redukując nieznacznie bazę kosztową. Sama rozwija także narzędzia BigData. Ze względu na słabą sprzedaż reklamy online, korygujemy w dół nasze prognozy na linii EBITDA o 9,8%, 7,1% i 7,1% w latach 2017-2019. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 53,00 PLN. Pozostawiamy bez zmian zalecenie inwestycyjne akumuluj.

Cena bieżąca

47,89 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

53,00 PLN

+10,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	53,00 PLN	2017-09-01
poprzednia	akumuluj	61,00 PLN	2017-01-27
Podstawowe dane			
	WPL PW	Zmiana 1M	-7,7% -14,2%
Ticker	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	-8,8% -34,3%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 425,9	Średni obrót 6M	0,9 mln PLN
EV (mln PLN)	1 597,3	EV/EBITDA 12M fwd	9,5 -12,9%
Free float	33,6%	EV/EBITDA 5Y avg	10,9 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	326	415	468	534	588
EBITDA	94	123	134	160	181
marża EBITDA	29,0%	29,6%	28,7%	30,0%	30,8%
EBIT	64	81	86	107	123
Zysk netto	4	55	55	73	87
P/E	329,2	26,0	25,9	19,6	16,4
P/BV	4,0	3,6	3,5	3,2	3,0
EV/EBITDA	17,2	13,1	11,9	9,8	8,4
DPS	0,00	0,00	1,28	1,36	1,82
DYield	0,0%	0,0%	2,7%	2,8%	3,8%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			-0,7%	+1,6%	+2,3%
EBITDA			-9,8%	-7,1%	-7,1%
EBIT			-15,5%	-12,1%	-12,2%
Zysk netto			-29,3%	-23,6%	-22,1%
CAPEX			+1,8%	+3,5%	+4,9%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	369	413	468	534	588
gotówkowe	330	373	424	473	519
barterowe	39,8	39,9	35,9	38,0	39,9
Koszty	307	327	382	427	466
amortyzacja	36,5	42,2	47,9	53,5	58,7
zużycie mater. i energii	5,4	5,6	6,3	6,8	7,2
wynagrodzenia	108	120	131	141	148
pozostałe	156	159	197	226	252
EBITDA	99	129	134	160	181
marża	26,9%	31,1%	28,7%	30,0%	30,8%
EBITDA skorygowana	115	138	148	162	180
marża	31,0%	32,7%	30,9%	30,2%	30,5%
EBIT	63	86	86	107	123
marża	17,0%	20,9%	18,4%	20,0%	20,9%
Zysk netto	2,9	54,3	55,0	72,8	87,4

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	468	534	588	636	675	709	738	764	787	803	820
EBITDA	134	160	181	200	217	230	240	248	253	255	261
marża EBITDA	28,7%	30,0%	30,8%	31,5%	32,2%	32,5%	32,5%	32,4%	32,1%	31,8%	31,8%
Amortyzacja	48	53	59	63	68	71	74	77	82	85	86
EBIT	86	107	123	137	150	159	166	171	171	171	174
Podatek	16	20	23	26	28	30	32	32	33	32	33
NOPLAT	70	86	99	111	121	129	135	139	139	138	141
CAPEX	-50	-53	-56	-62	-67	-71	-75	-78	-82	-85	-86
Kapitał obrotowy	0	-2	-3	-2	-2	-1	-1	-1	0	0	0
FCF	67	85	99	110	120	128	133	136	138	138	141
PV FCF	66	77	83	85	85	84	80	76	71	65	
WACC	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	9,6%	7,8%	5,8%	3,7%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	88	117	120	140	157
CFO/EBITDA	89%	91%	90%	88%	87%
Capex	-32	-38	-50	-53	-56
Aktywa ogółem	750	852	856	855	853
Kapitał własny	358	409	425	458	491
Dług netto	182	169	155	124	90
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	1,3	1,2	0,8	0,5

Analiza porównawcza

	17P	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	18P	19P
Minimum	35,4	25,9	19,9	19,1	15,5	13,0		
Maksimum	17,4	15,7	14,2	10,6	8,5	5,7		
Mediana	24,2	20,9	18,7	12,9	10,9	10,4		
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%		

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 794
Dług netto	330
Inne korekty	16
Wycena DCF na akcję (PLN)	48,63

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	51,01
DCF	50%	48,63
cena wynikowa		49,82
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		53,00

Asseco Poland trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

W ostatnim raporcie analitycznym z 30 sierpnia 2017 podwyższyliśmy zalecenie inwestycyjne do trzymaj z redukcją ze względu na spadek notowań Asseco Poland (od wydania negatywnego zalecenia w lutym 2017 kurs Asseco Poland był gorszy od WIG20 o ok. 30%). W chwili obecnej nie widzimy katalizatorów do wzrostu. Po pierwsze spółka matka pozostaje w słabej kondycji, przez brak kontaktów z dofinansowaniem UE oraz nastawienie obecnych klientów, jak ZUS czy ARIMR na oszczędności (efektem był spadek oczyszczonego zysku EBIT w 2Q'17 o ponad 44% R/R). Dodatkowo, podobne tendencje do oszczędności wykazują spółki energetyczne i telekomy. Ryzyko budzi także sposób wykorzystania środków z transakcji sprzedaży pakietu 20% w Formula Systems. Asseco chce przeznaczyć gros tej kwoty na akwizycję, jednak nie ma konkretnych celów, a track rekord ostatnich transakcji jest dość słaby (wymienić można tutaj zakup rosyjskiego R-Style, który po odpisie wartości i stracie głównego klienta został sprzedany do menedżerów z Rosji czy przejęcie Infovide-Matrix, który stracił po zakupie niektóre kontakty). Asseco Poland jest notowane obecnie na P/E'17 = 15,1x, z blisko 20% dyskontem do spółek porównywalnych, jednak poziom dyskonta spada w 2019 r. Z drugiej strony, pozytywnym punktem w Asseco Poland jest wysoki DYield. Sądzymy, że spółka utrzyma poziom wypłaty na 3,01 PLN, co implikuje prawie 7% DYield i wspiera neutralne podejście do spółki pomimo słabej sytuacji w spółce matce. Ciągłe sądzimy, że ciekawszymi propozycjami inwestycyjnymi niż Asseco Poland są Asseco South Eastern Europe i Asseco Business Solutions.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	7 256	7 932	3 617	3 742	3 853
zmiana	16,4%	9,3%	-54,4%	3,4%	3,0%
rynek polski	1 769	1 599	1 612	1 710	1 770
rynek pd-wsch. Europy	486	571	611	635	658
rynek zachodnioeur.	599	579	626	638	651
rynek środkowoeur.	647	754	761	758	773
rynek izraelski	3 649	4 247	0	0	0
rynek wschodnioeur.	106	58	8	0	0
EBIT	745	769	382	381	392
Amortyzacja	263	300	172	177	183
EBITDA	1 008	1 061	554	559	574
marża	13,9%	13,4%	15,3%	14,9%	14,9%
Jednostki stowarzyszone	-208	-242	-61	-60	-64
Podatek	-179	-166	-73	-72	-74
Zysk netto	365	301	249	249	253

Skrót z modeli DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Asseco P. matka											
Przychody	847	883	911	933	954	973	993	1 012	1 033	1 053	1 053
EBITDA	165	145	142	144	146	147	149	150	152	153	153
NOPLAT	102	91	90	91	92	92	93	93	94	95	95
FCF	68	85	78	80	81	81	82	82	82	82	82
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Asseco Business Solutions											
Przychody	243	260	276	290	301	312	321	328	336	343	412
EBITDA	85	91	100	109	114	118	121	124	127	130	156
NOPLAT	54	58	64	71	75	78	80	82	85	87	104
FCF	49	53	60	67	71	75	78	81	83	85	87
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Asseco South Eastern Europe											
Przychody	611	635	658	679	699	717	734	750	764	777	784
EBITDA	101	106	110	113	116	120	123	125	129	132	133
NOPLAT	51	54	56	58	60	61	63	64	65	67	67
FCF	43	47	49	51	52	54	56	57	60	61	62
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%

Cena bieżąca

45,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

44,00 PLN

-2,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	44,00 PLN	2017-08-30

Podstawowe dane			ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	-7,1%	-13,6%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	-11,1%	-36,6%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	8,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 759,9	Średni obrót 6M	7,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,0	+2,9%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	11,7	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	7 256	7 932	3 617	3 742	3 853
EBITDA	1 008	1 070	554	559	574
marża EBITDA	13,9%	13,5%	15,3%	14,9%	14,9%
EBIT	745	769	382	381	392
Zysk netto	365	301	249	249	253
P/E	10,3	12,5	15,1	15,1	14,8
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/S	0,5	0,5	1,0	1,0	1,0
DPS	2,90	3,01	3,01	3,01	3,01
DYield	6,4%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P*	2018P*	2019P*
CF operacyjny	846	883	793	918	932
CFO/EBITDA	84%	83%	77%	82%	82%
Capex	-192	-211	-233	-245	-255
Aktywa ogółem	12 052	12 791	13 044	13 284	13 538
Kapitał własny	5 362	5 505	5 520	5 538	5 562
Dług netto	-26	358	235	2	-224
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	0,3	0,2	0,0	-0,2

*bez uwzględnienia sprzedaży 20% Formula Systems i dekonsolidacji grupy

Analiza porównawcza

	17P	P/E 18P	19P
Minimum	24,0	21,2	19,3
Maksimum	15,1	14,1	12,2
Mediana	18,6	16,5	14,2
waga	33%	33%	33%

Podsumowanie SOTP

(mln PLN)	metoda	udział	wycena
Asseco P. matka	DCF	100%	923
ACE	10x PE	93%	610
ABS	DCF	46%	1 001
ASEE	DCF	51%	809
R. zachodnioeurop.	10x PE	100%	240
Formula Systems	rynek	26%	1 967
R-Style Softlab	6x PE	100%	0
Pozostałe	10x PE	0%	104
Razem			3 228
Wycena 1 akcji			38,89

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	43,85
SOTP	50%	38,89
cena wynikowa		41,37
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		44,00

CD Projekt sprzedaż (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W 2017 roku spółka skoncentrowała swoje wysiłki na promocji gry *Gwint: Wiedźmińska Gra Karciana* (Gwint). Po uruchomieniu publicznej bety w Europie oraz USA, 29 sierpnia ruszyła zamknięta beta dla użytkowników w Chinach. Na targach Gamescom CD Projekt przedstawił strategię e-sportową dla gry oraz pokazał zwiastun pierwszej kampanii jednoosobowej do Gwinta. Obecnie spółka generuje relatywnie niskie przychody z Gwinta, co jest charakterystyczne dla CCG (*collective card games*). Oczekujemy, że wraz ze wzrostem liczby użytkowników gry może ona stać się istotnym źródłem dochodu dla spółki w kolejnych okresach. Gros wyniku CDR w 1Q'17 zostało wygenerowane przez utrzymującą się wysoką sprzedaż gry *Wiedźmin 3* wraz z dodatkami (w 7. kwartale po premierze tytułu). Wysoka jakość produkcji ma potwierdzenie w danych sprzedażowych. Oczekujemy jednak, że efekt bazy negatywnie wpłynie na dynamikę wyników w 2Q'17. W naszych szacunkach zmniejszyliśmy prognozy dla 2018 roku (oczekiwane niższe przychody z Gwinta) oraz podwyższyliśmy szacunki dla 2019 roku (podwyższenie prognoz sprzedaży gry *Cyberpunk 2077*). Uważamy, że rozpoznawalność studia CD RED na świecie oraz dbałość o wysoką jakość produkcji powinna zagwarantować sukces sprzedażowy gier wydawanych przez spółkę w kolejnych latach. Jednocześnie założyliśmy skrócenie cyklu produkcji gry AAA do 2 lat po roku 2022. Według naszych prognoz, spółka wygeneruje średnio 457 mln PLN FCF w okresie prognozy, co jest poziomem prawie 2x wyższym od wartości wygenerowanej w roku premiery *Wiedźmin 3: Dziki Gon*. Biorąc powyższe pod uwagę, uważamy że obecna wycena dyskontuje zbyt optymistyczne prognozy spółki i zalecamy sprzedaż akcji CD Projekt.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Produkcja gier (S)	697	476	313	182	1 449
Produkcja gier (EBIT)	446	324	228	100	1 141
Produkcja gier (marża)	64,0%	68,2%	73,0%	55,1%	78,7%
GOG.com (S)	115,8	133,5	143,7	156,3	164,1
GOG.com (EBIT)	13,4	6,4	9,2	13,6	16,4
GOG.com (marża)	11,5%	4,8%	6,4%	8,7%	10,0%
Przepływy oper.	372	259	235	113	1 042
Amortyzacja	5	4	4	4	5
Kapitał obrotowy	-16	-11	26	5	-53
Przepływy inv.	-12	-60	-68	-101	-31
CAPEX	-15	-12	-8	-8	-9
Nakłady na produkcję	0	56	64	93	22
FCF	293	228	215	93	879
FCF/EBITDA	89%	79%	76%	83%	82%
CFO/EBITDA	97%	96%	90%	92%	123%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
W3 (tys. szt.)	3 756	650	600	0	0	0	0	0	0	0	
C2077 (tys. szt.)			10 800	5 400	4 100	1 250	500	0	0	0	
Gra AAA (tys. szt.)						12 000	5 000	12 500	5 000	13 000	
Przychody	448	338	1 613	988	657	1 151	648	1 088	630	1 003	1 003
EBITDA	242	118	1 162	706	311	819	234	815	205	732	732
marża EBITDA	54,0%	35,0%	72,0%	71,5%	47,3%	71,1%	36,1%	74,9%	32,5%	72,9%	72,9%
EBIT	238	114	1 157	701	305	813	228	808	198	725	725
Podatek	45	22	220	133	58	154	43	154	38	138	138
CAPEX	-8	-8	-9	-10	-11	-12	-13	-15	-7	-7	-7
Kapitał obrotowy	26	5	-53	26	14	-21	21	-18	19	-16	-16
FCF	215	93	879	589	256	631	198	628	180	571	424
PV FCF	209	83	727	449	179	409	118	345	91	267	267
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

83,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

59,90 PLN

-28,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	sprzedaż	59,90 PLN	2017-09-01	
poprzednia	sprzedaż	43,40 PLN	2017-01-26	
Podstawowe dane			CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	-3,1%	-9,6%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+63,0%	+37,5%
Liczba akcji (mln)	95,2	Średni obrót 1M	9,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 940,8	Średni obrót 6M	14,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 699,1	EV/EBITDA 12M fwd	21,8	+31,6%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	16,6	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	798	584	448	338	1 613
EBITDA	429	308	242	118	1 162
marża EBITDA	53,8%	52,7%	54,0%	35,0%	72,0%
EBIT	424	304	238	114	1 157
Zysk netto	342	251	196	94	942
P/E	23,1	31,7	40,6	84,0	8,4
P/BV	15,4	10,2	8,2	7,4	4,0
EV/EBITDA	17,5	24,0	31,9	65,0	5,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		+36,7%	-33,4%	+14,8%	
Zysk netto		+35,0%	-35,2%	+14,1%	
W3 (S)		+110,8%	0,0%	-	
Gwint (S)		-46,4%	-32,8%	-42,8%	
C2077 (S)		-	-	+20,1%	

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wiedźmin 3 (S)	698	472	244	52	0
Gwint (S)	0	3	69	130	121
Cyberpunk 2077 (S)	0	0	0	0	1 328
Produkcja w toku	34	62	112	195	68
Środki pieniężne	394	557	242	254	1 265
Dług netto	-394	-557	-241	-253	-1 265
Dług netto/EBITDA (x)	-0,9	-1,8	-1,0	-2,1	-1,1

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	12,5	8,5
Maksimum	16,4	11,4
Mediana	15,1	10,5
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 591
Dług netto	273
Inne korekty	-595
Wycena DCF na akcję (PLN)	66,36

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	73,50
DCF	50%	66,36
cena wynikowa		69,93
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		74,34

Comarch trzymaj (podtrzymana)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Wyniki za 2Q'17 wypadły słabo. Główny powód to słabe obroty, zwłaszcza na rynku polskim wśród klientów z sektora finanse i bankowość oraz na rynkach pozostałych poza DACH w segmencie TMT oraz handel i usługi. Dodatkowo na zysk brutto negatywny wpływ miały różnice kursowe. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 19,6%. To duży spadek z poziomu 32,6% rok wcześniej. W efekcie oczyszczony wynik EBIT był negatywny. Wyniki za okres 2Q'17 udowodniły, że bez istotnego wzrostu na liniach przychodowych Comarchowi trudno będzie uzyskać wzrost wyników finansowych w otoczeniu wysokiej inflacji płac informatyków. Z drugiej strony zwracamy uwagę na szereg autorskich projektów, które będą miały wpływ na wyniki finansowe w średnim i długim terminie (telemedycyna, SmartAirport, SmartCity). Comarch pozostaje dla nas spółką prezentującą wysoką jakość, podkreślamy (1) dywersyfikację zagraniczną przychodów, (2) duży udział rozwiązań własnych, (3) wysoki udział sprzedaży w modelu SaaS oraz (4) dobrą sytuację bilansową. Wprowadzamy korekty do naszego modelu finansowego oraz aktualizujemy wskaźniki spółek porównywalnych. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 195 PLN i podtrzymujemy neutralne podejście. Zakładamy odbicie na obrotach Comarchu w 2018 r. i wzrosty EBITDA o 12% R/R. Sądzymy, że wprowadzenie do sprzedaży autorskich rozwiązań Comarchu oraz pierwsze zamówienia publiczne w Polsce po okresie zastoju (Comarch jest bliski wygrania dużego przetargu z Ministerstwa Sprawiedliwości w sądach powszechnych za 140 mln PLN) przyniesie istotny wzrost obrotów i rentowności. Ryzykiem dla naszych prognoz jest przedłużająca się słabość obrotów na rynku polskim i niższe wzrosty na rynkach zagranicznych poza DACH.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 132	1 109	1 205	1 313	1 397
TMT	313	276	294	303	312
finanse i bankowość	151	164	207	216	226
handel i usługi	159	183	194	229	257
przemysł i utilities	113	146	166	185	198
sektor publiczny	116	73	71	92	102
SME	209	228	241	257	270
inne	71	39	31	32	33
Zysk brutto na sprzedaży	340	343	330	377	401
marża	30,1%	30,9%	27,4%	28,7%	28,7%
koszty sprzedaży	130	131	136	148	157
koszty ogólnego zarządu	93	101	107	111	116
EBIT	113	113	100	117	127
marża	10,0%	10,2%	8,3%	8,9%	9,1%
Zysk netto	80	70	77	86	97

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 205	1 313	1 397	1 463	1 512	1 555	1 600	1 646	1 693	1 742	1 777
EBITDA	161	180	192	201	207	212	217	223	230	234	239
marża EBITDA	13,3%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,4%	13,4%
Amortyzacja	61	63	65	67	70	73	76	80	84	86	88
EBIT	100	117	127	134	137	139	141	144	146	148	151
Podatek	28	30	30	30	31	32	32	33	33	34	34
NOPLAT	72	87	97	103	106	108	109	111	113	114	117
CAPEX	-97	-68	-67	-71	-74	-76	-78	-81	-83	-86	-88
Kapitał obrotowy	0	-20	-10	-7	-4	-3	-3	-3	-3	-3	-3
FCF	36	61	84	92	98	102	104	107	110	112	114
PV FCF	35	55	69	70	69	66	62	59	56	52	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

195,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

195,00 PLN

+0,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	195,00 PLN	2017-09-01
poprzednia	trzymaj	205,00 PLN	2017-06-02
Podstawowe dane		CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-7,9% -14,4%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+13,0% -12,5%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 586,0	Średni obrót 6M	0,6 mln PLN
EV (mln PLN)	1 509,9	EV/EBITDA 12M fwd	7,5 +11,2%
Free float	59,2%	EV/EBITDA 5Y avg	6,8 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 132	1 109	1 217	1 336	1 426
EBITDA	167	176	172	193	209
marża EBITDA	14,7%	15,8%	14,2%	14,4%	14,7%
EBIT	113	113	112	130	144
Zysk netto	80	70	92	95	109
P/E	19,8	22,6	17,2	16,6	14,5
P/BV	2,0	1,8	1,7	1,7	1,6
EV/EBITDA	9,2	8,8	8,8	7,9	7,2
DPS	0,00	0,00	1,50	10,00	10,00
DYield	0,0%	0,0%	0,8%	5,1%	5,1%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
Przychody		-4,2%	-2,3%	-1,5%	
EBITDA		-11,4%	-8,7%	-8,8%	
EBIT		-14,8%	-10,3%	-10,5%	
Zysk netto		-4,6%	-9,7%	-11,7%	
CAPEX		+5,6%	+9,0%	+7,3%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	117	88	116	128	150
CFO/EBITDA	70%	50%	72%	71%	78%
Capex	-93	-121	-97	-68	-67
Aktywa ogółem	1 305	1 439	1 550	1 581	1 622
Kapitał własny	781	861	926	930	946
Dług netto	-73	-49	-77	-56	-59
Dług netto/EBITDA (x)	-0,4	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	23,0	20,5	18,2	14,4	13,6	12,5
Maksimum	13,9	12,8	11,5	6,8	6,6	6,7
Mediana	15,9	14,1	13,7	9,6	9,2	8,9
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 599
Dług netto	-37
Inne korekty	15
Wycena DCF na akcję (PLN)	199,34

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	192,51
DCF	50%	173,98
cena wynikowa		183,25
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		195,00

Przemysł, metale

Famur kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 jakub.szkopek@mbank.pl

Przejęcie pakietu kontrolnego (65,8%) w Grupie Kopex pozwoli Grupie Famur na zbudowanie największego podmiotu na polskim zapleczu górniczym oraz zakończy trwającą od kilku lat wojnę cenową na rynku. Transakcja przenosi Famur do światowej czołówki spółek zajmujących się produkcją maszyn i urządzeń dla górnictwa, co pozwala na zdobywanie bardziej kompleksowych i marżowych zleceń na rynkach zagranicznych. Zintegrowany podmiot, wpisujący się w rządowy program wspierania eksporterów, chce w najbliższych latach znacząco zwiększyć sprzedaż zagraniczną w oparciu o posiadaną ofertę dla górnictwa odkrywkowego i przeładunku (Famak) oraz podziemnego (Famur + Kopex). Szacujemy, że dzięki zagranicznej ekspansji i restrukturyzacji Kopex, Grupa Famur do 2018 roku zwiększy wartość przychodów o 100% względem roku 2016, a EBITDA o 93%. W oparciu o obecnie prowadzony proces optymalizacji, według naszych szacunków koszty osobowe Kopex spadną po roku 2017 o ok. 144 mln PLN rocznie (redukcja zatrudnienia o 2 tys. osób). W rezultacie poprawy wyników Grupa Famur generować będzie FCF/EV w latach 2018-2020 na poziomie 8-12%, co przy niskim zadłużeniu (0,4xEBITDA na koniec 2017 roku) umożliwiłoby wypłatę dywidendy począwszy od 2019 roku. Korygujemy naszą cenę docelową o zmiany notowań spółek grupy porównawczej (z 6,95 do 6,84 PLN na akcję) oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Grupy Famur.

Cena bieżąca	5,81 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	6,84 PLN	+17,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	6,84 PLN	2017-09-01	
poprzednia	kupuj	6,95 PLN	2017-07-20	
Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	-0,7%	-7,2%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	+36,7%	+11,2%
Liczba akcji (mln)	559,4	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 250,3	Średni obrót 6M	1,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 444,6	EV/EBITDA 12M fwd	7,8	+34,4%
Free float	35,3%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	801	1 030	1 459	2 059	2 177
EBITDA	184	239	317	451	481
marża EBITDA	23,0%	23,2%	21,8%	21,9%	22,1%
EBIT	43	114	137	249	318
Zysk netto	52	94	121	186	250
P/E	53,8	30,1	26,8	18,0	13,3
P/BV	3,1	2,8	2,1	1,8	1,6
EV/EBITDA	15,6	11,3	10,9	7,1	6,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,11
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk brutto			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
obroty Underground	641	792	807	941	1 012
obroty Surface	162	238	313	406	429
marża Underground	25,7%	24,4%	25,0%	25,7%	27,6%
marża Surface	22,2%	21,0%	17,6%	18,3%	19,3%
Przepływy oper.	115	315	325	326	385
Amortyzacja	141	125	180	202	163
Kapitał obrotowy	-85	95	-59	-90	-43
Przepływy inw.	-160	-85	-356	-50	-87
CAPEX	76	83	356	85	87
Przepływy fin.	-2	185	207	-194	-108
Zmiana długu	4	196	-171	-180	-40
Dywidenda/buyback	0	0	0	0	-61
FCF	23	240	-160	232	292
FCF/EBITDA	12%	101%	-50%	51%	61%
CFO/EBITDA	63%	132%	98%	72%	80%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	1 259	1 775	3 221	3 327	3 524
Aktywa trwałe	701	670	1 291	1 140	1 064
Goodwill	220	220	220	220	220
Kapitał własny	890	993	1 557	1 841	2 030
Udział mniejszości	0	0	123	39	49
Dług netto	80	-135	71	-191	-422
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	-0,6	0,2	-0,4	-0,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	14,2	11,4	9,6	10,1	9,0	7,5
Maksimum	27,9	22,2	18,4	14,8	12,3	11,0
Mediana	21,9	17,5	15,1	12,5	11,1	9,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 629	2 059	2 177	2 249	2 309	2 363	2 410	2 457	2 506	2 556	2 607
zmiana (r/r)	58,2%	26,4%	5,7%	3,3%	2,7%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	333	451	481	501	519	534	542	552	565	576	585
marża EBITDA	21,8%	21,9%	22,1%	22,3%	22,5%	22,6%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,4%
Amortyzacja	212	202	163	145	135	133	131	131	136	140	142
EBIT	121	249	318	356	385	401	410	422	429	436	444
Podatek	20	45	59	68	74	79	82	85	88	91	94
NOPAT	101	204	259	289	310	322	328	337	341	346	350
CAPEX	-367	-85	-87	-89	-128	-130	-133	-135	-138	-140	-142
Kapitał obrotowy	-105	-90	-43	-28	-24	-22	-20	-20	-20	-21	-19
FCF	-160	232	292	316	293	303	307	312	319	325	331
PV FCF	-154	207	240	239	204	195	182	170	160	151	
WACC	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 594
Dług netto	-135
Inne korekty	-106
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,88

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	5,99
DCF	50%	6,88
cena wynikowa		6,43
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		6,84

Grupa Kęty trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Pozytywny zjawiskiem płynącym z szacunków za 2Q'17 jest fakt, że mimo rosnących kosztów surowców i presji płacowej spółce udaje się przenosić ich wpływ na cenę produktu. Z uwagi na wysokie wykonanie naszych prognoz po 1H'17 decydujemy się na podwyższenie naszych całorocznych prognoz na poziomie EBITDA o odpowiednio 14,9% oraz 26,2% w roku 2017 i 2018. Naszym zdaniem wysoki portfel zamówień prezentowany na koniec 2Q'17 oraz zapowiadane dalsze podwyżki cenników przełożą się na wzrost rezultatów w drugiej połowie roku (oczekujemy 21% poprawy r/r EBITDA oraz 10% r/r dynamiki wzrostu obrotów). Naszym zdaniem po 3Q'17 Zarząd zdecyduje się na podwyższenie całorocznej prognozy wyników (EBITDA +8%; zysk netto +11%). Rewidujemy w górę naszą cenę docelową z poziomu 387,90 PLN do 414,09 PLN na akcję oraz pozostawiamy naszą rekomendację na niezmienionym poziomie trzymaj.

Cena bieżąca

402,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

414,09 PLN

+3,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	414,09 PLN	2017-09-01	
poprzednia	trzymaj	387,90 PLN	2017-01-27	
Podstawowe dane			KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	-5,8%	-12,3%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+5,8%	-19,7%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	3,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 815,9	Średni obrót 6M	2,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 463,0	EV/EBITDA 12M fwd	9,8	+8,5%
Free float	22,6%	EV/EBITDA 5Y avg	9,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	2 027	2 267	2 567	2 814	2 860
EBITDA	336	394	454	519	526
marża EBITDA	16,6%	17,4%	17,7%	18,5%	18,4%
EBIT	244	282	329	388	392
Zysk netto	210	278	252	289	290
P/E	18,1	13,7	15,2	13,2	13,1
P/BV	3,0	2,7	2,8	2,6	2,5
EV/EBITDA	12,0	10,7	9,8	8,7	8,7
DPS	14,41	17,95	30,00	21,20	24,37
DYield	3,6%	4,5%	7,5%	5,3%	6,1%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			+14,9%	+26,2%	+27,2%
Zysk netto			+21,3%	+31,3%	+27,2%
Aluminium (USD/t)			+22,6%	+22,6%	+22,6%
Premia producencka (USD/t)			-6,7%	0,0%	0,0%
Użyte aluminium (tys. t)			+16,6%	+24,6%	+27,1%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA SOG	94	104	123	153	161
EBITDA SWW	99	139	144	150	152
EBITDA SSA	150	160	197	227	223
EBITDA pozostałe	-14	-10	-10	-10	-10
EBITDA/użyte aluminium	4	5	5	5	5
Przepływy oper.	267	315	260	366	431
Amortyzacja	92	112	125	131	134
Kapitał obrotowy	-24	-51	-141	-81	-20
Przepływy inv.	-206	-270	-200	-200	-200
CAPEX	206	270	200	200	200
Przepływy fin.	-55	-43	-109	-172	-215
Dywidenda/buyback	-136	-170	-285	-201	-231
FCF	85	84	60	170	237
FCF/EBITDA	26%	21%	13%	33%	45%
CFO/EBITDA	80%	80%	57%	71%	82%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Aluminium (USD/t)	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900
Prem. prod. (USD/t)	140	150	150	150	150	150	150	150	150	151	152
Użyte alum. (tys. t)	100	111	116	120	123	126	128	131	133	136	138
Przychody	2 567	2 814	2 860	2 962	3 029	3 098	3 160	3 223	3 287	3 353	3 400
EBITDA	454	519	526	533	538	546	552	558	559	568	568
marża EBITDA	13,2%	9,6%	1,6%	3,6%	2,3%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,4%
EBIT	329	388	392	397	403	413	420	430	429	435	435
Podatek	53	68	68	69	70	72	74	76	77	78	78
CAPEX	-200	-200	-200	-150	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-132
Kapitał obrotowy	-141	-81	-20	-31	-22	-23	-21	-21	-22	-22	-17
FCF	60	170	237	283	325	328	332	333	331	336	342
PV FCF	58	154	199	220	234	219	205	190	174	163	
WACC	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	1 959	2 323	2 541	2 733	2 848
Aktywa trwałe	1 141	1 396	1 466	1 539	1 611
Kapitał własny	1 279	1 405	1 372	1 460	1 519
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	242	397	647	713	747
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	1,0	1,4	1,4	1,4
Dług netto/kap. wł. (x)	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,0	4,6	5,5	4,7	4,2	4,4
Maksimum	43,6	27,9	44,4	13,1	11,7	10,9
Mediana	15,7	11,5	13,0	9,4	7,7	7,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 817
Dług netto	682
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	409,35

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	369,68
DCF	50%	409,35
cena wynikowa		389,51
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		414,09

Kernel akumuluj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Po ostatnich dwóch akwizycjach (217,5 tys. ha) Kernel stał się największym producentem rolnym na Ukrainie pod względem zarządzanego areału (ponad 600 tys. ha). Przejęcie powinno pozwolić na utrzymanie wzrostowej dynamiki wyników w sezonie 2017/2018 (oczekujemy EBITDA +5% r/r). Kernel jest notowany na niskich wskaźnikach oraz w efekcie dużej zdolności do generowania gotówki konsoliduje ukraiński rynek rolny. Zarząd spółki przedstawił dane wolumenowe za 4Q'17 (kalendarzowe 2Q'17), według których wolumen sprzedaży oleju słonecznikowego wzrósł do 281,6 tys. ton (+34,9% r/r), oleju butelkowanego do 39,2 tys. ton (+140% r/r), handlu zbóż do 957,5 tys. ton (+28,6% r/r), a eksportu zbóż za pośrednictwem własnej infrastruktury do 1 431,6 tys. ton (+42,0% r/r). Dzięki wysokim wolumenom osiągniętych w ostatnim kwartale roku obrotowego wszystkie praktycznie segmenty ustanowiły nowe rekordy pod względem zrealizowanego wolumenu sprzedaży. Według naszych wstępnych szacunków przychody ze sprzedaży w 4Q'17 (publikacja 23 października) wyniosą 541,4 mln USD (+41,6% r/r), EBITDA 65,1 mln USD (+35,4% r/r), a zysk netto sięgnie 43,2 mln USD (vs. -7,5 mln USD w 4Q'16). Obniżamy naszą cenę docelową z poziomu 73,90 PLN do 71,74 PLN na akcję oraz podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji Grupy Kernel.

Cena bieżąca

60,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

71,74 PLN

+18,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	71,74 PLN	2017-09-01	
poprzednia	akumuluj	73,90 PLN	2017-06-02	
Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-6,4%	-12,9%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	-4,6%	-30,1%
Liczba akcji (mln)	79,7	Średni obrót 1M	4,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 836,8	Średni obrót 6M	3,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 126,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,6	+13,2%
Free float	59,8%	EV/EBITDA 5Y avg	4,1	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln USD)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	2 330	1 989	2 200	3 219	3 337
EBITDA	397	347	348	365	389
marża EBITDA	17,0%	17,5%	15,8%	11,3%	11,7%
EBIT	328	287	293	287	315
Zysk netto	107	225	228	230	261
P/E	12,7	6,0	5,9	5,9	5,2
P/BV	1,5	1,4	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	4,3	4,7	4,9	4,5	3,8
DPS	0,25	0,25	0,25	0,57	1,01
DYield	1,5%	1,5%	1,5%	3,4%	5,9%
Zmiana prognoz			16/17P	17/18P	18/19P
EBITDA			-6,9%	+1,4%	+3,0%
Zysk netto			-12,3%	-4,7%	+0,6%
Marża olej (USD/t)			-37,2%	-33,0%	-34,3%
Pszemica (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Kukurydza (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	14/15	15/16	16/17P	17/18P	18/19P
EBITDA olej butelkowany	21	16	17	18	18
EBITDA olej luzem	193	113	92	100	99
EBITDA przeladunek	37	37	48	61	75
EBITDA produkcja zbóż	98	146	169	168	185
EBITDA handel zbożami	59	46	24	21	20
Przepływy oper.	405	134	246	250	357
Amortyzacja	68	60	55	78	74
Kapitał obrotowy	134	-127	-86	-101	-17
Przepływy inw.	-24	-61	-258	-90	-45
CAPEX	24	61	258	90	45
Przepływy fin.	-322	-137	-42	-142	-173
Dywidenda/buyback	-20	-20	-20	-46	-81
FCF	506	155	-14	157	308
FCF/EBITDA	128%	45%	-4%	43%	79%
CFO/EBITDA	102%	39%	71%	68%	92%

Model DCF

(mln USD)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Marża olej (USD/t)	85	90	87	83	80	78	76	74	72	70	69
Pszemica (USD/t)	175	199	199	199	199	199	199	199	199	200	201
Kukurydza (USD/t)	174	194	194	194	194	194	194	194	194	195	196
Przychody	2 200	3 219	3 337	3 449	3 520	3 624	3 693	3 757	3 828	3 906	3 984
EBITDA	348	365	389	409	389	389	381	368	359	366	374
marża EBITDA	15,8%	11,3%	11,7%	11,9%	11,0%	10,7%	10,3%	9,8%	9,4%	9,4%	9,4%
EBIT	293	287	315	337	318	319	313	302	292	299	307
Podatek	18	17	20	22	21	21	20	20	19	19	46
CAPEX	-258	-90	-45	-50	-53	-55	-58	-61	-64	-67	-67
Kapitał obrotowy	-86	-101	-17	-16	-14	-17	-16	-16	-17	-18	-18
FCF	-14	157	308	321	301	296	286	271	259	262	243
PV FCF	-14	139	232	204	162	135	111	89	72	61	
WACC	16,7%	16,9%	17,6%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Risk-free rate	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%

Bilans

(mln USD)	14/15	15/16	16/17P	17/18P	18/19P
Aktywa	1 466	1 509	1 758	1 953	2 091
Aktywa trwałe	807	789	992	1 008	984
Kapitał własny	890	995	1 201	1 386	1 567
Udział mniejszości	1	2	2	2	2
Dług netto	332	276	360	292	103
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,8	1,0	0,8	0,3
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,3	0,3	0,2	0,1

Analiza porównawcza

	17P	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	18P	19P
Minimum	3,0	5,5	4,8	2,8	2,2	4,5		
Maksimum	5,7	5,5	4,8	8,7	7,0	4,5		
Mediana	3,3	5,5	4,8	4,1	3,8	4,5		
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%		

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 190
Dług netto	276
Inne korekty	2
Wycena DCF na akcję (PLN)	67,21

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	67,80
DCF	50%	59,75
cena wynikowa		63,78
koszt kapitału 9M		12,5%
cena docelowa za 9M		71,74

KGHM trzymaj (obniżona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Ceny miedzi od końca czerwca są beneficjentem osłabiającego się USD oraz znacznych napływów funduszy do surowcowych ETF. Od początku lipca liczba pozycji spekulacyjnych długich na metalach przemysłowych i szlachetnych wzrosła o ponad 50% (do około 1 mln sztuk). Spostzegamy ryzyko korekty na cenach surowców w krótkim terminie, szczególnie gdybyśmy zaobserwowali umocnienie się USD do koszyka walut. To z kolei mogłoby skłonić część inwestorów do zamknięcia długich pozycji i wówczas przełożyłoby się to na korektę cen. W sierpniu ceny miedzi pozytywnie reagowały na spadające poziomy monitorowanych zapasów na giełdach oraz utrzymujące się drugi miesiąc z rzędu pozytywne dynamiki importu miedzi netto do Chin. Notowaniom pomagały również dobre odczyty PMI w Chinach. Podwyższamy nasze parametry produkcji molibdenu na projekcie Sierra Gorda (po bardzo dobrych danych wydobycia w 2Q'17) oraz obniżamy parametry produkcji miedzi w KGHM International (po czasowo słabszym wydobyciu w 1H'17). Podwyższamy naszą prognozę ceny miedzi (na 2017 rok z 5700 USD/t do 6019 USD/t; na 2018 rok z 5600 USD/t do 6100 USD/t), natomiast efekt jest neutralizowany przez korektę kursu USD/PLN (z ponad 4,2 PLN/USD do odpowiednio 3,85 i 3,70 w 2017 i 2018 roku). Obniżamy naszą rekomendację dla akcji Grupy KGHM z akumuluj do trzymaj oraz obniżamy cenę docelową ze 133,22 PLN do 130,96 PLN na akcję.

Cena bieżąca

126,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

130,96 PLN

+3,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	130,96 PLN	2017-09-01	
poprzednia	akumuluj	132,22 PLN	2017-08-02	
Podstawowe dane				
			KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+14,5%	+8,0%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+37,1%	+11,6%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	74,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	25 220,0	Średni obrót 6M	85,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	32 021,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	+0,4%
Free float	68,2%	EV/EBITDA 5Y avg	5,3	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	20 008	19 156	20 082	21 237	21 928
EBITDA	1 789	3 440	5 473	5 456	5 942
marża EBITDA	8,9%	18,0%	27,3%	25,7%	27,1%
EBIT	-154	1 742	3 775	3 719	4 107
Zysk netto	-5 012	-4 371	1 750	2 721	3 008
P/E	-	-	14,4	9,3	8,4
P/BV	1,2	1,6	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA	17,9	9,5	5,9	5,6	5,0
DPS	4,00	1,50	1,00	2,62	6,80
DYield	3,2%	1,2%	0,8%	2,1%	5,4%
Zmiana prognoz					
EBITDA			-13,1%	-7,4%	+15,8%
Zysk netto			-21,0%	-12,5%	+25,0%
Miedź (USD/t)			+5,6%	+8,9%	+9,4%
Srebro (USD/oz)			+5,8%	+3,1%	+3,1%
Molibden (USD/t)			+5,7%	+3,2%	-3,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	421	376	380	393	393
Cu KGHM Int (tys. ton)	98	90	74	74	68
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	25	52	55	56	57
Srebro Grupa (ton)	1 293	1 207	1 237	1 326	1 340
Złoto Grupa (tys. troz)	195	229	211	206	171
Przepływy oper.	4 163	4 212	3 329	4 519	4 909
Amortyzacja	1 943	1 698	1 698	1 737	1 835
Kapitał obrotowy	-85	386	-192	-11	-7
Przepływy inw.	-4 906	-3 948	-2 481	-2 430	-2 743
CAPEX	4 867	3 922	2 481	2 430	2 743
Przepływy fin.	729	135	-273	-598	-1 433
Dywidenda/buyback	-800	-300	-200	-525	-1 360
FCF	-3 155	186	1 386	2 011	2 088
FCF/EBITDA	-176%	5%	25%	37%	35%
CFO/EBITDA	3%	1%	1%	2%	5%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	36 764	33 442	35 239	37 744	39 577
Aktywa trwałe	30 448	27 202	27 985	28 678	29 586
Kapitał własny	20 211	15 772	17 322	19 517	21 165
Udział mniejszości	203	139	139	139	139
Dług netto	6 554	7 238	6 663	5 171	4 438
Dług netto/EBITDA (x)	3,7	2,1	1,2	0,9	0,7
Dług netto/kap. Wł. (x)	0,3	0,5	0,4	0,3	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/ EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	8,2	9,6	6,9	4,0	4,0	3,7
Maksimum	4060,5	24,5	25,9	12,9	11,6	9,7
Mediana	16,4	14,8	13,8	6,3	6,5	6,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Miedź (USD/t)	6 019	6 100	6 400	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500
Srebro (USD/oz)	16,9	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Molibden (USD/t)	15 640	16 000	16 000	16 000	16 000	16 000	16 000	16 000	16 000	16 000	16 000
Przychody	20 082	21 237	21 928	22 301	22 279	22 164	22 050	21 956	20 744	20 773	20 823
EBITDA	5 473	5 456	5 942	6 286	6 335	6 191	6 049	5 926	5 510	5 422	5 464
marża EBITDA	18,8%	17,5%	18,7%	19,6%	19,4%	18,5%	17,3%	16,5%	15,1%	14,3%	14,4%
EBIT	3 775	3 719	4 107	4 375	4 324	4 089	3 824	3 613	3 124	2 970	2 995
Podatek	1 415	1 003	1 104	1 164	1 154	1 107	1 055	1 013	918	889	895
CAPEX	-2 481	-2 430	-2 743	-2 193	-2 236	-2 281	-2 327	-2 373	-2 421	-2 469	-2 469
Kapitał obrotowy	-192	-11	-7	-4	0	1	1	1	12	0	0
FCF	1 386	2 011	2 088	2 926	2 945	2 804	2 668	2 540	2 182	2 063	2 100
PV FCF	1 353	1 823	1 754	2 271	2 112	1 859	1 636	1 439	1 145	1 000	
WACC	7,4%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%	8,0%	8,1%	8,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	16 392
Dług netto	7 238
Inne korekty	553
Wycena DCF na akcję (PLN)	110,81

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	135,57
DCF	50%	110,81
cena wynikowa		123,19
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		130,96

Stelmet kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Rynek negatywnie zareagował na spadek EBITDA Grupy w fiskalnym 1-3Q'17 (skorygowana o 35% r/r), co wynikało z osłabienia GBP do PLN, nadal funkcjonującego do końca III'17 zakładu w Telford oraz początkowo niskiej efektywności produkcji w nowym zakładzie w Grudziądzu. Wynikom nie pomogła również ujemna dynamika wolumenu sprzedaży DAO (-11% r/r) w Wielkiej Brytanii. W kalendarzowym 2Q'17 szacujemy, że zakład w Grudziądzu zwiększył efektywność produkcji do 66 tys. m³ (około 52 tys. m³ kwartał wcześniej), a do końca roku zwiększy do ponad 80 tys. m³. Dodatkowo na rezultatach w mniejszym stopniu ciążą koszty drogiej produkcji w Telford, która została wygaszona w 1Q'17. Naszym zdaniem od 3Q'17 Stelmet wchodzi w niską bazę rezultatów, co wynika z około 9 mln PLN ujemnego wpływu pozostałej działalności operacyjnej. Według nas jeżeli rynek brytyjski nadal będzie zachowywał się poniżej oczekiwań w 2H'17, to istnieje duże prawdopodobieństwo, że w kolejnym sezonie Zarząd zwiększy pulę dostaw do dynamicznie rosnących odbiorców w Europie Zachodniej. Naszym zdaniem warto jest obecnie postawić na akcję Stelmet pod bardzo prawdopodobne odbicie wyników w kolejnym sezonie – 2017/2018. Korygujemy nasze prognozy na 2017 rok z 80 mln PLN do 60 mln PLN oraz obniżamy naszą cenę docelową z 30,50 PLN do 28,94 PLN na akcję. Rekomendację kupuj pozostawiamy bez zmian.

Cena bieżąca

22,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

28,94 PLN

+30,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	28,94 PLN	2017-09-01	
poprzednia	kupuj	30,50 PLN	2017-07-17	
Podstawowe dane			STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	+3,8%	-2,7%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	-27,7%	-53,2%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	651,9	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	830,5	EV/EBITDA 12M fwd	8,4	-0,3%
Free float	15,0%	EV/EBITDA 5Y avg	8,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	573	567	540	618	687
EBITDA	79	82	61	92	113
marża EBITDA	13,7%	14,5%	11,3%	14,9%	16,5%
EBIT	59	62	21	52	74
Zysk netto	65	68	26	47	67
P/E	9,6	9,1	25,4	13,8	9,8
P/BV	1,9	1,6	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	9,8	10,1	13,7	8,4	6,4
DPS	1,07	0,29	0,00	0,00	0,81
DYield	4,8%	1,3%	0,0%	0,0%	3,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-24,2%	-5,6%	-1,6%
Zysk netto			-33,9%	-8,6%	-2,1%
DAO (PLN/m3)			-2,8%	-1,3%	-0,5%
DAO vol (tys. m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Drewno (PLN/m3)			0,0%	-0,5%	-0,5%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Sprzedaż DAO (PL)	19	18	18	19	20
Sprzedaż DAO (UK)	207	210	163	193	216
Sprzedaż DAO (FR)	115	118	122	127	137
Sprzedaż DAO (DE)	101	94	99	107	118
Sprzedaż Pellet	49	57	62	71	75
Przepływy oper.	67	114	67	79	99
Amortyzacja	20	21	39	40	40
Kapitał obrotowy	-9	41	4	-10	-9
Przepływy inw.	-124	-186	-72	-23	-15
CAPEX	125	185	72	23	15
Przepływy fin.	37	62	41	-4	-27
Dywidenda/buyback	-30	-8	0	0	-24
FCF	-53	-65	-10	58	85
FCF/EBITDA	-67%	-79%	-17%	63%	75%
CFO/EBITDA	86%	138%	110%	86%	87%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	621	751	815	878	935
Aktywa trwałe	364	534	573	557	534
Kapitał własny	332	390	460	508	551
Udział mniejszości	1	0	0	0	0
Dług netto	151	214	179	126	69
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	2,6	2,9	1,4	0,6
Dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,5	0,4	0,2	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	10,5	10,2	9,9	5,5	4,8	4,4
Maksimum	99,3	54,1	52,7	18,2	18,0	16,5
Mediana	15,5	13,4	12,4	8,4	7,7	7,3
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
DAO (PLN/m3)	1 883	1 926	1 964	1 980	1 995	2 009	2 020	2 037	2 069	2 104	2 140
DAO vol (tys. m3)	236	263	288	309	329	349	369	374	379	380	380
Drewno (PLN/m3)	263	261	265	270	277	284	291	298	306	312	320
Przychody	540	618	687	739	791	845	898	919	946	962	979
EBITDA	61	92	113	124	133	141	148	144	145	145	144
marża EBITDA	11,3%	14,9%	16,5%	16,8%	16,8%	16,7%	16,5%	15,7%	15,3%	15,0%	14,7%
EBIT	21	52	74	83	90	97	102	96	98	98	96
Podatek	2,5	1,4	3,8	4,0	4,8	5,4	5,9	4,1	3,8	1,2	17,8
CAPEX	-72	-23	-15	-32	-35	-38	-42	-45	-48	-47	-48
Kapitał obrotowy	3,8	-10,3	-9,0	-6,9	-6,9	-7,0	-7,0	-2,8	-3,6	-2,2	-2,2
FCF	-10	58	85	81	86	90	93	91	90	94	77
PV FCF	-10	52	72	63	61	59	56	51	46	44	
WACC	7,6%	7,9%	8,1%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	493
Dług netto	214
Inne korekty	44
Wycena DCF na akcję (PLN)	29,96

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	24,49
DCF	50%	29,96
cena wynikowa		27,22
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		28,94

Budownictwo

Budimex

kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

W sierpniu Budimex informował o wyborach ofert oraz podpisanych zleceniach na niemal 1 mld PLN. Komunikaty dotyczyły jednak głównie kontraktów, o których słyszeliśmy wcześniej. Podtrzymujemy naszą pozytywną ocenę perspektyw Budimeksu z lipcowego raportu. Jednym z katalizatorów wzrostu kursu w kolejnych miesiącach powinny być otwarcia ofert w przetargach drogowych. W marcu GDDKiA wznowiła proces przetargowy w drogach krajowych, a Budimex utrzymał najwyższą skuteczność na rynku z udziałem 16% w 2017 r. W połowie lipca MiIB zwiększyło o 26% do 135 mld PLN limit wydatków w ramach Programu Budowy Dróg Krajowych i zaktualizowało harmonogram inwestycji, który wymaga od GDDKiA znacznego przyspieszenia postępowań przetargowych już w 2H'17. Uważamy, że powyższe przyspieszenie w przetargach publicznych nie jest w pełni uwzględnione w konsensusie prognoz, jak również konsensus nie docenia potencjału spółki do generowania ponadprzeciętnych marż w najbliższych latach. Rekomendujemy kupno akcji Budimeksu.

Cena bieżąca

227,15 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

267,00 PLN

+17,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	267,00 PLN	2017-07-24

Podstawowe dane			BDX PW	vs. WIG
Ticker	BDX PW	Zmiana 1M	-4,6%	-11,0%
ISIN	PLBUDMX00013	Zmiana YTD	+24,2%	-1,4%
Liczba akcji (mln)	25,5	Średni obrót 1M	2,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 799,2	Średni obrót 6M	3,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 374,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,8	-17,4%
Free float	30,3%	EV/EBITDA 5Y avg	8,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	5 134	5 572	6 402	7 037	7 023
EBITDA	315	531	603	575	544
marża EBITDA	6,1%	9,5%	9,4%	8,2%	7,7%
EBIT	292	505	569	538	508
Zysk netto	236	410	453	440	416
P/E	24,6	14,1	12,8	13,2	13,9
P/BV	9,7	7,2	6,7	6,7	6,9
EV/EBITDA	11,0	6,0	5,6	6,2	7,1
DPS	6,11	8,14	14,99	17,38	17,24
DYield	2,7%	3,6%	6,6%	7,7%	7,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	5 134	5 572	6 402	7 037	7 023
budownictwo	4 655	5 060	5 723	6 353	6 315
deweloperka	293	350	528	528	546
pozostałe	187	163	152	156	161
MBNS	9,6%	13,5%	12,6%	11,1%	10,8%
budownictwo	8,8%	12,8%	11,9%	10,5%	10,0%
deweloperka	22,3%	23,4%	19,9%	19,0%	20,0%
pozostałe	10,3%	12,7%	12,3%	10,0%	10,0%
Gotówka	2 413	2 715	2 530	2 312	2 049
Dług netto	-2 349	-2 633	-2 427	-2 209	-1 946
Dług netto / EBITDA	-7,5	-5,0	-4,0	-3,8	-3,6
WC netto	-2 468	-2 597	-2 513	-2 291	-2 048
WC netto / przychody	-48,1%	-46,6%	-39,3%	-32,6%	-29,2%
Kapitał własny	599	801	872	868	844
ROE	42,2%	58,5%	54,1%	50,6%	48,6%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	6 402	7 037	7 023	6 660	6 555	6 688	6 824	6 962	7 101	7 243	7 388
EBITDA	603	575	544	447	402	407	412	417	424	432	440
marża EBITDA	9,4%	8,2%	7,7%	6,7%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Amortyzacja	34	38	36	35	34	34	34	34	34	34	34
EBIT	569	538	508	412	367	372	377	382	390	398	406
Podatek	108	102	97	78	70	71	72	73	74	76	77
NOPLAT	461	436	412	334	298	302	306	310	316	322	329
Zysk z JV (fbSerwis)	-2	2	4	6	7	7	8	9	9	9	9
CAPEX	-42	-30	-32	-33	-34	-34	-34	-34	-34	-34	-34
Kapitał obrotowy	-84	-222	-243	-252	-162	-129	-114	-74	0	0	1
FCF	367	223	176	90	142	180	200	245	325	331	338
PV FCF	352	197	144	68	98	115	117	133	162	153	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	699	612	302	252	207
Amortyzacja	22	26	34	38	36
Kapitał obrotowy	602	155	-84	-222	-243
CF inwestycyjny	-70	-49	-142	-30	-32
CAPEX	-47	-42	-42	-30	-32
CF finansowy	-172	-223	-393	-440	-438
Dywidenda	-156	-208	-383	-444	-440

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,5	5,0	4,6	3,8	3,4	2,9
Maksimum	71,6	20,8	19,1	15,0	9,8	9,3
Mediana	13,4	12,5	11,2	6,4	5,7	5,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	3 932
Dług netto	-2 250
Inne korekty	-448
Wycena DCF na akcję (PLN)	225,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	215,00
DYield-porównawcza	17%	401,00
DCF	50%	225,00
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		267,00

Elektrobudowa kupuj (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Od czasu publikacji rozczarowujących wyników za 1Q'17 Elektrobudowa znajduje się w korekcie. Sentymentu do spółki nie poprawiła również publikacja dobrych wyników za 2Q'17, w których spółka wypracowała bardzo wysoką marżę netto w wysokości 8,7%, przekraczając konsensus analityków o 9%, a naszą prognozę ZN o 27%. Po pierwszych 6 miesiącach spółka realizuje 35% naszej rocznej prognozy (ZN'17=49 mln PLN, P/E~10,7x). By ją zrealizować, Elektrobudowa powinna wypracować w 3Q i 4Q'17 po średnio 16 mln PLN zysku netto, co wydaje się realnym scenariuszem w kontekście sezonowo dobrej drugiej połowy roku oraz wysokich wyników 2Q'17. Dzisiejsza konferencja wynikowa spółki powinna dać więcej światła na temat realności tych założeń. Tymczasem nie dokonujemy większych korekt naszych prognoz ZN na lata 2017-2019. Uważamy, że głównym czynnikiem ryzyka pozostaje bardzo niska aktywność zamawiających na rynku budownictwa elektroenergetycznego. Przypominamy jednocześnie o wysokich rezerwach zawiązanych przez spółkę w minionym roku, których część ma szansę być rozwiązana i wesprzeć wyniki spółki w najbliższych 3 latach. Naszą cenę docelową korygujemy w dół o 8%, co głównie wynika z (1) obniżenia wyceny porównawczej oraz (2) odklejenia dywidendy w wysokości 10 PLN na akcję. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

109,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

134,00 PLN

+22,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	134,00 PLN	2017-09-01
poprzednia	kupuj	146,00 PLN	2017-05-08
Podstawowe dane			
	ELB PW	Zmiana 1M	-5,2% -11,7%
Ticker	PLELTBD00017	Zmiana YTD	+7,9% -17,6%
Liczba akcji (mln)	4,7	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	519,9	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	431,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,2 -24,2%
Free float	34,9%	EV/EBITDA 5Y avg	6,9 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 242,8	971,5	881,7	954,7	975,2
EBITDA	77,7	75,2	74,6	70,5	69,8
marża EBITDA	6,3%	7,7%	8,5%	7,4%	7,2%
EBIT	63,1	61,8	60,7	56,1	55,1
Zysk netto	50,2	55,1	49,4	46,8	46,1
P/E	10,4	9,4	10,5	11,1	11,3
P/BV	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA	5,9	5,6	5,8	6,0	5,9
DPS	0,00	4,00	10,00	6,24	7,88
DYield	0,0%	3,7%	9,1%	5,7%	7,2%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			-9,2%	-0,6%	-0,6%
MBNS			+1,2 p.p.	+0,5 p.p.	+0,4 p.p.
EBITDA			+1,2%	+0,6%	-0,4%
Zysk netto			+1,0%	+1,5%	+0,4%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 243	971	882	955	975
realizacja projektów	1 007	772	733	733	748
produkcja	194	155	162	166	169
pozostałe	42	44	53	56	59
Marża EBIT	5,1%	6,4%	6,9%	5,9%	5,7%
realizacja projektów	4,1%	8,6%	6,7%	6,0%	5,7%
produkcja	9,7%	-6,1%	5,1%	5,5%	5,5%
pozostałe	6,8%	10,8%	6,1%	5,5%	5,5%
Gotówka	106	137	88	94	106
Dług netto	-60	-102	-88	-94	-106
Dług netto / EBITDA	-0,8	-1,4	-1,2	-1,3	-1,5
WC netto	152	204	208	215	209
WC netto / przychody	12,2%	21,0%	23,6%	22,5%	21,5%
Kapitał własny	387	423	425	442	450
ROE	13,8%	13,6%	11,6%	10,8%	10,3%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	882	955	975	996	1 016	1 037	1 057	1 079	1 100	1 122	1 145
EBITDA	75	71	70	70	71	72	73	74	75	77	78
marża EBITDA	8,5%	7,4%	7,2%	7,0%	7,0%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%
Amortyzacja	14	14	15	15	15	15	15	15	15	15	15
EBIT	61	56	55	55	56	57	58	59	61	62	63
Podatek	14	13	13	13	13	13	13	14	14	14	15
NOPLAT	49	46	45	45	46	47	48	49	50	51	52
CAPEX	-17	-19	-17	-17	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15
Kapitał obrotowy	-3	-7	6	1	-5	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	43	35	49	44	41	44	45	46	47	48	48
PV FCF	42	31	41	33	29	28	27	25	24	22	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	113	72	55	52	65
Amortyzacja	15	13	14	14	15
Kapitał obrotowy	61	13	-3	-7	6
CF inwestycyjny	-7	-8	-21	-19	-17
CAPEX	-11	-15	-17	-19	-17
CF finansowy	-62	-34	-82	-28	-35
Dywidenda	0	-19	-47	-30	-37

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,5	4,9	4,4	4,1	3,4	2,9
Maksimum	68,5	20,0	18,3	14,3	11,1	10,0
Mediana	13,2	12,2	11,2	7,2	6,6	6,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	650
Dług netto	-54
Inne korekty	88
Wycena DCF na akcję (PLN)	130,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	121,00
DCF	50%	130,00
cena wynikowa		126,00
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		134,00

Erbud kupuj (podwyższona)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

W ostatnich miesiącach kurs akcji Erbudu był w silnej korekcie, a po około 8% spadku w sierpniu znalazł się 3% poniżej poziomu z początku roku (vs. WIG-Budownictwo: +15%). Pod względem portfela zamówień sytuacja Erbudu wygląda komfortowo już od kilku miesięcy. Na razie nie przekłada się to jednak na wzrost przychodów i wyników finansowych. Same wyniki 2Q'17 mogą być dość słabe. Szacujemy, że po pierwszych 6 miesiącach roku Erbud wykona zaledwie 18% naszej całorocznej prognozy ZN, co jednak nie zmusza nas do istotnych korekt tegorocznych prognoz. Ze względu na relatywnie krótką zapadalność portfela zamówień (ok. 75-80% backlogu dotyczy najbliższych 12 miesięcy) oraz współpracę z solidnymi zamawiającymi z sektora prywatnego, w przypadku których cena nie musi być najważniejszym kryterium wyboru (największe zlecenia Erbud realizuje dla spółek giełdowych), nie widzimy argumentów do pogorszenia rentowności Erbudu w 2017 r. W latach 2013-2016 marża EBIT spółki kształtowała się na poziomie 2,5-3,0%. Spodziewamy się utrzymania rentowności w dolnym przedziale powyższego zakresu również w bieżącym roku. Obecnie spółka jest notowana na P/E'17-19 przy zbliżonych wskaźnikach do rynkowej średniej, a na EV/EBITDA'17-19 z około 15-20% dyskontem. Głównie ze względu na obniżenie wyceny porównawczej obniżamy naszą cenę docelową dla akcji Erbudu o 7% do 31,30 PLN. Ze względu na jednoczesny spadek kursu do tegorocznych minimów, podnosimy naszą rekomendację z akumuluj do kupuj.

Cena bieżąca

26,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

31,30 PLN

+20,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	31,30 PLN	2017-09-01	
poprzednia	akumuluj	33,50 PLN	2017-06-02	
Podstawowe dane			ERB PW	vs. WIG
Ticker	ERB PW	Zmiana 1M	-16,9%	-23,4%
ISIN	PLERBUD00012	Zmiana YTD	-2,7%	-28,3%
Liczba akcji (mln)	12,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	333,1	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	250,5	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	-29,8%
Free float	18,2%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 763,3	1 789,8	1 890,2	1 922,4	1 887,6
EBITDA	62,1	56,7	57,8	56,9	55,1
marża EBITDA	3,5%	3,2%	3,1%	3,0%	2,9%
EBIT	51,5	45,8	48,2	47,3	45,2
Zysk netto	27,8	1,8	32,3	32,2	30,6
P/E	12,0	186,0	10,3	10,3	10,9
P/BV	1,1	1,3	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	4,3	3,3	4,3	4,8	4,7
DPS	0,51	1,68	1,17	1,26	2,01
DYield	2,0%	6,5%	4,5%	4,9%	7,7%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			-0,7%	-2,1%	-1,8%
MBNS			+0,3 p.p.	+0,2 p.p.	+0,5 p.p.
EBITDA			-4,6%	-8,1%	+0,8%
Zysk netto			+1,8%	-1,2%	+13,1%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 763	1 790	1 890	1 922	1 888
budownictwo ogólne	1 131	1 424	1 528	1 546	1 496
inżynieryjno-drogowy	331	142	139	142	144
energetyczny	254	215	224	235	247
Marża EBIT	2,9%	2,6%	2,6%	2,5%	2,4%
budownictwo ogólne	2,9%	2,6%	2,8%	2,6%	2,4%
inżynieryjno-drogowy	3,0%	4,6%	3,0%	1,7%	1,7%
energetyczny	-0,4%	1,1%	1,3%	2,2%	3,0%
Gotówka	254	257	204	181	200
Dług netto	-82	-153	-91	-69	-87
Dług netto / EBITDA	-1,3	-2,7	-1,6	-1,2	-1,6
WC netto	126	38	109	147	134
WC netto / przychody	7,2%	2,1%	5,8%	7,7%	7,1%
Kapitał własny	299	252	287	303	308
ROE	9,7%	0,7%	12,0%	10,9%	10,0%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 890	1 922	1 888	1 854	1 891	1 929	1 967	2 007	2 047	2 088	2 130
EBITDA	58	57	55	49	50	52	52	53	54	55	57
marża EBITDA	3,1%	3,0%	2,9%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Amortyzacja	10	10	10	10	10	10	11	11	11	11	11
EBIT	48	47	45	39	40	41	42	43	44	44	45
Podatek	11	10	10	9	9	9	9	9	10	10	10
NOPLAT	37	37	35	31	31	32	33	33	34	35	35
CAPEX	-18	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11
Kapitał obrotowy	-58	-39	13	2	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-29	-3	47	32	28	29	29	30	31	32	32
PV FCF	-29	-3	39	25	19	19	18	16	15	15	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	19	75	-22	9	59
Amortyzacja	11	11	10	10	10
Kapitał obrotowy	-20	14	-58	-39	13
CF inwestycyjny	-9	24	-18	-11	-11
CAPEX	-8	-4	-9	-11	-11
CF finansowy	36	-64	-14	-21	-30
Dywidenda	-7	-22	-15	-16	-26

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,5	4,9	4,4	4,1	3,4	2,9
Maksimum	68,5	20,0	18,3	14,3	9,5	9,2
Mediana	13,1	11,9	10,8	6,3	5,8	5,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	366
Dług netto	-138
Inne korekty	-149
Wycena DCF na akcję (PLN)	27,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	31,00
DCF	50%	27,70
cena wynikowa		29,40
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		31,30

Unibep kupuj (podwyższona)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Wyniki Unibepu za 2Q'17 nie przyniosły większych zaskoczeń, poza bardzo dobrym CFO (+54 mln PLN). Dzięki dodatnim przepływom pieniężnym w 2Q, Unibep zakończył pierwsze półrocze z gotówką netto na poziomie +22 mln PLN vs. 45 mln PLN długu na koniec czerwca 2016 r. Po 1H spółka realizuje 35% naszej całorocznej prognozy ZN. Choć półroczne wykonanie całorocznej prognozy jest niższe niż w minionych latach, uważamy, że Unibep jest na dobrej drodze by osiągnąć w 2017 r. rekordowe wyniki w historii i podnosimy naszą prognozę ZN'17 o 3% do 43 mln PLN. Kluczowym dla tegorocznych wyników będzie 4Q, w którym spółka rozliczy wysokomarżowe projekty deweloperskie i osiągnie około 20 mln PLN zysku netto. Unibep wciąż silnie korzysta na koniunkturze w budownictwie mieszkaniowym, zarówno jako deweloper, jak i generalny wykonawca. Portfel zamówień na 2018 r. szacujemy na około 1,0 mld PLN, co w naszej ocenie jest wystarczającym poziomem, by podnieść prognozy na 2018 r. do 48 mln PLN (+25% względem konsensusu). Działalność na rynku mieszkaniowym nie jest jedynym obszarem, gdzie Unibep intensywnie się rozwija. W ostatnich trzech miesiącach spółka informowała o nowych zleceniach na ponad 500 mln PLN, w tym w segmentach: drogowym, biurowym, magazynowym i przemysłowym. Ponadto w najbliższych latach liczymy na dwucyfrowy wzrost wyników z działalności produkcyjnej (domy modułowe). Wraz ze wzrostem prognoz finansowych podwyższamy o 20% do 15,40 PLN naszą cenę docelową dla akcji Unibepu oraz rekomendację z akumuluj do kupuj.

Cena bieżąca

12,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

15,40 PLN

+26,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	15,40 PLN	2017-09-01	
poprzednia	akumuluj	12,80 PLN	2017-03-01	
Podstawowe dane			UNI PW	vs. WIG
Ticker	UNI PW	Zmiana 1M	-2,0%	-8,5%
ISIN	PLUNBEP00015	Zmiana YTD	+16,7%	-8,8%
Liczba akcji (mln)	35,1	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	427,9	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	432,6	EV/EBITDA 12M fwd	7,7	+5,5%
Free float	27,7%	EV/EBITDA 5Y avg	7,3	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 242,9	1 249,2	1 622,2	1 801,9	1 891,0
EBITDA	31,3	41,8	62,5	70,1	71,9
marża EBITDA	2,5%	3,3%	3,9%	3,9%	3,8%
EBIT	23,5	33,3	53,0	61,2	62,9
Zysk netto	23,6	31,6	43,1	47,6	48,7
P/E	18,2	13,5	9,9	9,0	8,8
P/BV	2,0	1,8	1,6	1,4	1,3
EV/EBITDA	12,1	10,5	6,9	5,9	5,6
DPS	0,15	0,17	0,19	0,30	0,47
DYield	1,2%	1,4%	1,6%	2,5%	3,9%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			+8,4%	+17,3%	+19,6%
MBNS			-0,0 p.p.	+0,1 p.p.	+0,1 p.p.
EBITDA			-1,0%	+15,7%	+20,6%
Zysk netto			+3,5%	+18,6%	+31,8%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 243	1 249	1 622	1 802	1 891
budownictwo	994	994	1 252	1 402	1 463
produkcja	134	156	191	229	252
deweloperka	114	99	179	171	176
MBNS	5,4%	6,7%	6,7%	6,6%	6,5%
budownictwo	4,2%	5,2%	4,8%	5,2%	5,1%
produkcja	5,3%	6,4%	8,1%	8,0%	8,0%
deweloperka	15,7%	22,7%	18,9%	16,0%	16,0%
Gotówka	130	150	97	109	99
Dług netto	-50	8	0	-19	-29
Dług netto / EBITDA	-1,6	0,2	0,0	-0,3	-0,4
WC netto	3	64	100	119	141
WC netto / przychody	0,2%	5,1%	6,2%	6,6%	7,5%
Kapitał własny	217	233	266	303	335
ROE	11,3%	14,0%	17,3%	16,7%	15,2%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 622	1 802	1 891	1 905	1 945	1 986	2 027	2 070	2 113	2 156	2 199
EBITDA	63	70	72	70	69	69	70	71	72	74	75
marża EBITDA	3,9%	3,9%	3,8%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Amortyzacja	10	9	9	9	9	9	9	9	9	9	10
EBIT	53	61	63	61	59	60	61	62	63	64	65
Podatek	12	14	14	14	14	14	14	14	14	15	15
NOPLAT	41	47	48	47	46	46	47	48	48	49	50
CAPEX	-9	-10	-10	-10	-9	-9	-9	-9	-9	-10	-10
Kapitał obrotowy	-22	-19	-22	-1	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Inne	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	24	28	25	45	42	42	43	44	44	45	46
PV FCF	24	25	21	35	29	27	26	24	22	21	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	40	-14	21	38	35
Amortyzacja	8	9	10	9	9
Kapitał obrotowy	27	-37	-22	-19	-22
CF inwestycyjny	-30	-9	4	-3	-3
CAPEX	-3	-8	-9	-10	-10
CF finansowy	-10	42	-82	-23	-42
Dywidenda	-5	-6	-7	-11	-17

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,5	4,9	4,4	4,1	3,4	2,9
Maksimum	68,5	20,0	18,3	14,3	9,5	9,2
Mediana	13,1	11,9	11,0	6,1	5,7	5,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	584
Dług netto	14
Inne korekty	-30
Wycena DCF na akcję (PLN)	15,40

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	13,60
DCF	50%	15,40
cena wynikowa		14,50
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		15,40

Deweloperzy

Atal

akumuluj (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Bardzo dobre wyniki finansowe za 1Q'17 (ZN: +82% r/r) oraz publikacja wolumenów sprzedaży mieszkań za 1H'17 (+16% r/r) dostarczyły nam argumentów do podniesienia prognoz finansowych dla Atalu. Dokonane przez nas korekty prognoz są umiarkowane (ZN'17-19: +3% względem prognoz z kwietnia br.), co wynika z bardziej konserwatywnych założeń odnośnie harmonogramów realizacji oraz tempa przekazywania mieszkań w zakończonych inwestycjach. Szacujemy, że prawdopodobnym scenariuszem jest rozliczenie w wynikach około 2400 lokali w 2017 r. oraz około 2500 szt. w 2018 r. (około 3% mniej niż dotychczas prognozowaliśmy). Czynnikiem decydującym o podniesieniu prognoz finansowych (pomimo niższych przekazania) są (1) wyższa jednostkowa wartość sprzedawanych mieszkań oraz (2) wyższa marża deweloperska, wynikająca z powolnego, lecz konsekwentnego trendu wzrostu cen, niezdyskontowanego przez nas w wystarczającym stopniu w poprzednich prognozach. Spodziewamy się, że słuszność naszych założeń zostanie potwierdzona w wynikach finansowych za 2Q'17, których publikacja nastąpi 5 września. Optymistycznie wyglądają również perspektywy wyników po 2019 r. Szacujemy, że w 1H'17 Atal pozyskał grunty na ponad 3000 mieszkań w średniej cenie 800-900 PLN/PUM, co jest dużym osiągnięciem przy obecnym otoczeniu rynkowym. W budowie i banku ziemi spółka posiada ok. 13,5 tys. lokali, co odpowiada około 5-letniej sprzedaży i zabezpiecza przychody spółki na lata 2017-21. W związku z aktualizacją prognoz, podnosimy naszą cenę docelową o 2% do 45,00 PLN, rekomendując akumulację akcji Atalu.

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przekazane lokale (szt.)	628	1 404	2 415	2 517	2 810
Przychód (tys. PLN)/lokal	344	353	378	371	350
SG&A	22	24	28	29	31
SG&A/przychody	9,5%	4,8%	3,0%	3,1%	3,1%
Marża EBIT	18,0%	22,6%	25,9%	26,1%	26,9%
Marża zysku netto	20,8%	17,6%	19,9%	20,3%	21,0%
Gotówka	130	187	304	226	172
Dług netto	199	324	236	294	328
Dług netto/kap. włas.	32%	47%	29%	35%	36%
Zapasy	882	1 132	1 184	1 246	1 342
Zapasy/przychody	389%	223%	130%	133%	137%
Zaliczki	184	231	272	245	264
Zaliczki/zapasy	21%	20%	23%	20%	20%
Kapitał własny	623	688	805	847	899
ROE	10,8%	14,4%	26,4%	23,6%	24,3%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	912	935	982	874	891	909	928	946	965	984	1 004
EBITDA	238	245	266	205	195	194	198	202	206	210	214
marża EBITDA	26,1%	26,2%	27,0%	23,4%	21,9%	21,4%	21,4%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%
Amortyzacja	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
EBIT	236	244	264	203	194	193	197	201	204	209	213
Podatek	45	46	50	39	37	37	37	38	39	40	40
NOPLAT	191	198	214	165	157	156	159	162	166	169	172
CAPEX	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Kapitał obrotowy	-26	-100	-87	34	51	-20	-20	-21	-21	-21	-21
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	166	98	128	199	208	137	139	142	145	148	151
PV FCF	161	88	107	154	150	91	86	81	76	72	
WACC	8,0%	7,9%	7,8%	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

40,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

45,00 PLN

+11,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	45,00 PLN	2017-09-01	
poprzednia	akumuluj	44,10 PLN	2017-06-02	
Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	+6,3%	-0,2%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+50,0%	+24,5%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 564,1	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	1 789,0	EV/EBITDA 12M fwd	8,4	+1,3%
Free float	11,2%	EV/EBITDA 5Y avg	8,3	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	226,8	506,8	911,7	934,7	982,4
ZBNS	62,8	136,9	265,2	274,0	296,0
marża ZBNS	27,7%	27,0%	29,1%	29,3%	30,1%
EBIT	40,8	114,8	236,3	243,9	264,4
Zysk netto	47,3	89,4	181,7	190,1	205,8
P/E	33,1	17,5	8,6	8,2	7,6
P/BV	2,5	2,3	1,9	1,8	1,7
EV/EBITDA	42,0	16,1	7,5	7,5	7,1
DPS	0,00	0,61	1,68	3,82	3,98
DYield	0,0%	1,5%	4,2%	9,5%	9,8%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			-0,2%	+1,8%	+2,8%
MBNS			+0,9 p.p.	+0,7 p.p.	+0,4 p.p.
EBIT			+2,8%	+4,2%	+4,1%
Zysk netto			+0,9%	+4,0%	+3,5%
Przekazane lokale			-3,1%	-3,0%	+3,4%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	-154	-78	159	103	133
Amortyzacja	1	1	1	1	1
Kapitał obrotowy	-168	-187	-26	-100	-87
CF inwestycyjny	1	0	2	4	3
CAPEX	-1	-1	-1	-1	-1
CF finansowy	208	135	-45	-184	-190
Dywidenda	0	-24	-65	-148	-154

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,46	0,45	0,43	6,8	4,1	5,0
Maksimum	1,99	1,92	1,93	17,8	17,4	10,7
Mediana	0,79	0,79	0,74	8,7	6,7	6,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 287
Dług netto	389
Inne korekty	-13
Wycena DCF na akcję (PLN)	49,40

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	26,40
DYield-porównawcza	17%	52,60
DCF	50%	49,40
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		45,00

Capital Park kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

W sierpniu kurs akcji Capital Park uległ spadkowi przy braku istotnych komunikatów z samej spółki. Przypominamy, że Capital Park jest jednym z deweloperów z GPW, w których najsilniej może uderzyć nowy podatek od nieruchomości komercyjnych (o ile zostanie wprowadzony). Stawką w wysokości 0,5% wartości nieruchomości (w skali roku) mają być obciążone nieruchomości biurowe i handlowe. Tak wyliczony podatek ma być odliczony od wysokości zapłaconego CIT. Najsilniej uderzy to w spółki, posiadające portfel nieruchomości na wynajem, które jednocześnie osiągają niską rentowność lub/i posiadają tarczę podatkową do rozliczenia. Wstępnie szacujemy, że podatek w zaproponowanej formule obniżyłby prognozowany przez nas FFO'18-21 w Capital Park o 8%. Ostateczne decyzje w tej sprawie jeszcze jednak nie zapadły. Najbardziej oczekiwanym wydarzeniem w spółce jest start inwestycji Art Norblin, co jest zapowiadane przez Zarząd na drugą połowę roku i może stać się katalizatorem wzrostu kursu. Rekomendujemy kupno akcji Capital Park.

Cena bieżąca

5,68 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,09 PLN

+42,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	8,09 PLN	2017-01-25

Podstawowe dane		CPG PW	vs. WIG
Ticker	CPG PW	Zmiana 1M	-7,3% -13,8%
ISIN	PLCPPRK00037	Zmiana YTD	-9,8% -35,4%
Liczba akcji (mln)	107,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	612,5	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN
EV (mln PLN)	1 789,7	EV/EBITDA 12M fwd	19,2 -28,2%
Free float	19,1%	EV/EBITDA 5Y avg	26,8 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	72,4	107,7	128,6	142,8	148,7
ZBNS	55,6	81,4	97,7	108,5	113,0
marża ZBNS	76,9%	75,6%	76,0%	76,0%	76,0%
EBIT bez rew.	104,4	124,4	15,0	140,3	139,7
Rewaluacja	58,8	68,9	-68,6	39,4	34,0
Zysk netto	44,0	29,9	15,1	83,3	82,0
P/E	13,6	20,1	40,5	7,4	7,5
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	15,5	14,1	117,0	13,5	15,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,10	0,15
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%	2,6%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
FFO		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
BPS		0,0%	0,0%	0,0%	
EUR/PLN		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NOI	56	81	98	109	113
dynamika r/r	34,0%	46,3%	13,6%	11,1%	4,1%
EBIT bez rewaluacji	41	67	85	95	99
Koszty finansowe	-35	-49	-38	-37	-37
FFO	-6	-12	35	46	50
Rewaluacja	58,8	68,9	-68,6	39,4	34,0
EUR/PLN	4,26	4,42	4,20	4,20	4,20
Gotówka	114	157	70	30	47
Dług netto	952	1 086	1 062	1 165	1 430
Dług netto/kap. wias.	92%	102%	93%	96%	111%
NI	1 935	2 084	2 135	2 314	2 648
LTV	49%	52%	50%	50%	54%
Rewaluacja/NI	3,7%	3,6%	-3,3%	1,8%	1,5%
Kapitał własny	960	989	1 026	1 099	1 164
ROE	4,8%	3,1%	1,5%	8,1%	7,5%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	31	76	78	94	99
Amortyzacja	0	0	0	0	0
Kapitał obrotowy	2	-1	-1	-1	-1
CF inwestycyjny	-292	-104	-65	-139	-300
CAPEX	-291	-111	-109	-139	-300
CF finansowy	205	71	-31	5	219
Dywidenda	0	0	0	-11	-16

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,37	0,37	0,36	5,7	7,9	8,4
Maksimum	1,53	1,39	1,26	88,8	29,8	19,9
Mediana	0,87	0,84	0,82	11,0	12,2	11,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Wycena metodą NAV

(mln PLN)	15	16	17P	18P	19P	20P	21P
Nieruchomości inwestycyjne	1 935	2 084	2 135	2 314	2 648	2 873	2 901
Zapasy	13	0	0	0	0	0	0
Aktywa finansowe (JV)	31	49	35	35	35	35	35
Należności	27	24	28	29	30	31	33
Gotówka	114	157	70	30	47	54	75
Pozostałe aktywa	34	24	37	37	37	37	37
Suma aktywów	2 153	2 337	2 305	2 444	2 796	3 030	3 080
Kapitał mniejszości	73	72	115	119	123	127	132
Dług	1 066	1 243	1 132	1 195	1 477	1 652	1 627
Zobowiązania na podatek odroc.	6	5	10	10	10	10	10
Pozostałe zobowiązania	48	28	22	22	22	22	22
Suma zobowiązań i mniejszości	1 193	1 348	1 279	1 346	1 632	1 812	1 792
NAV	960	989	1 026	1 099	1 164	1 218	1 288
PV NAV	960	989	952	949	939	920	924

Podsumowanie NAV

(mln PLN)	
Risk-free rate	3,5%
Premia za ryzyko	5,0%
Beta	1,0
Koszt kapitału własnego	8,5%
EUR/PLN '21P	4,20
Wycena NAVPS '21P (PLN)	8,49

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	6,71
NAV	50%	8,49
cena wynikowa		7,60
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		8,09

Dom Development kupuj (podwyższona)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

W 1H'17 Dom Development pozytywnie zaskoczył rynek bardzo dobrymi wynikami sprzedaży mieszkań (+26% r/r), silnym wzrostem marży deweloperskiej (+7 p.p.) oraz akwizycjami (trójmiejski deweloper Euro Styl, grunty na około 2400 mieszkań w 6 lokalizacjach). Uważamy, że tegoroczny wzrost kursu spółki nie zdyskontował w pełni korzyści, które wiążą się z powyższymi zdarzeniami. Przede wszystkim nie widać ich jeszcze w bieżącym konsensusie analityków, który według naszych szacunków zostanie przekroczony o 9% w 2017 r., 15% w 2018 r. oraz 36% w 2019 r. Silne niedoszacowanie prognoz na 2019 r. mogło wynikać z dotychczas relatywnie „krótkiego” banku ziemi Dom Development. Sytuacja ta uległa dynamicznej zmianie. Względem końca 2016 r. liczba lokali w realizacji oraz w banku ziemi wzrosła o 43% do 14,2 tys. szt. Akwizycja spółki Euro Styl pozwoliła na dynamiczne wejście Dom Development na rynek trójmiejski. Jednocześnie spółka zapowiada znaczące inwestycje we Wrocławiu, który na przestrzeni najbliższych 3-4 lat ma stać się znaczącym rynkiem w strukturze sprzedaży spółki. Uważamy, że wejście Dom Development do stolicy Dolnego Śląska może być kolejnym kamieniem milowym w historii Dom Development i być źródłem pozytywnych zaskoczeń w kolejnych kwartałach. Zwracamy uwagę, że prognoza ZN'18=234 mln PLN nie zakłada jeszcze przychodów z rynku wrocławskiego, tymczasem implikuje DYield w wysokości niemal 12%. Podnosimy nasze prognozy na Dom Development o średnio 14% w latach 2017-19 oraz naszą rekomendację z akumuluj do kupuj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 101,10 PLN (poprzednia: 81,70 PLN).

Cena bieżąca

82,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

101,10 PLN

+22,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	101,10 PLN	2017-09-01	
poprzednia	akumuluj	81,70 PLN	2017-06-02	
Podstawowe dane		DOM PW	vs. WIG	
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	+7,5%	+1,0%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	+50,5%	+25,0%
Liczba akcji (mln)	24,9	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 045,4	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 053,3	EV/EBITDA 12M fwd	8,2	-30,3%
Free float	24,5%	EV/EBITDA 5Y avg	11,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	904,2	1 153,0	1 398,1	1 704,8	1 638,7
ZBNS	203,9	271,1	368,1	431,2	426,1
marża ZBNS	22,6%	23,5%	26,3%	25,3%	26,0%
EBIT	102,5	156,6	236,8	290,1	281,0
Zysk netto	80,7	125,7	193,3	233,7	226,3
P/E	25,2	16,2	10,6	8,8	9,0
P/BV	2,3	2,2	2,0	2,0	2,0
EV/EBITDA	20,4	12,2	8,4	7,0	7,5
DPS	2,25	3,25	5,05	7,77	9,40
DYield	2,7%	4,0%	6,1%	9,5%	11,4%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
Przychody		+6,5%	+13,8%	+16,9%	
MBNS		+0,5 p.p.	+0,0 p.p.	+1,0 p.p.	
EBIT		+6,7%	+12,2%	+24,0%	
Zysk netto		+7,3%	+12,0%	+24,0%	
Przekazane lokale		+9,4%	+16,8%	+20,0%	

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przekazane lokale (szt.)	2 062	2 482	2 902	3 745	3 600
Przychód (tys. PLN)/lokal	439	465	482	455	455
SG&A	95	107	127	137	141
SG&A/przychody	10,5%	9,3%	9,1%	8,0%	8,6%
Marża EBIT	11,3%	13,6%	16,9%	17,0%	17,1%
Marża zysku netto	8,9%	10,9%	13,8%	13,7%	13,8%
Gotówka	225	437	292	271	352
Dług netto	145	-57	8	29	98
Dług netto / kap. wias.	16%	-6%	1%	3%	9%
Zapasy	1 479	1 508	1 750	1 842	1 934
Zapasy/przychody	164%	131%	125%	108%	118%
Zaliczki	235	349	450	474	497
Zaliczki/zapasy	16%	23%	26%	26%	26%
Kapitał własny	884	930	1 001	1 041	1 033
ROE	9,4%	14,2%	20,8%	23,4%	21,7%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 398	1 705	1 639	1 606	1 547	1 578	1 610	1 642	1 675	1 708	1 742
EBITDA	243	296	287	259	240	243	246	251	256	261	266
marża EBITDA	17,4%	17,4%	17,5%	16,1%	15,5%	15,4%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%
Amortyzacja	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
EBIT	237	290	281	252	233	236	240	244	249	254	259
Podatek	45	55	53	48	44	45	46	46	47	48	49
NOPLAT	192	235	228	204	189	192	194	198	202	206	210
CAPEX	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6
Kapitał obrotowy	55	-62	-61	-61	-61	-61	-9	-3	-3	-3	-3
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	247	173	166	143	128	131	185	195	199	203	207
PV FCF	240	155	138	110	91	86	113	110	104	98	
WACC	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%	8,0%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	-40	265	225	180	173
Amortyzacja	4	5	6	6	6
Kapitał obrotowy	-139	106	55	-62	-61
CF inwestycyjny	23	-6	-204	-6	-6
CAPEX	-6	-6	-6	-6	-6
CF finansowy	-80	-67	-208	-195	-85
Dywidenda	-56	-81	-126	-193	-234

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,46	0,45	0,43	6,8	4,1	5,0
Maksimum	1,92	1,83	1,72	17,8	17,4	10,7
Mediana	0,79	0,79	0,74	8,6	6,7	6,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 934
Dług netto	69
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	115,20

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	47,20
DYield-porównawcza	17%	130,40
DCF	50%	115,20
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		101,10

Echo Investment kupuj (podwyższona)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Po dobrych informacjach w lipcu, dotyczących wolumenów sprzedaży mieszkań (+83% r/r) oraz sprzedaży biurowca Sagittarius we Wrocławiu przy yieldzie 6,175%, w sierpniu spółka nie komunikowała cenotwórczych informacji, a kurs znajdował się w lekkim trendzie spadkowym. Uważamy, że spadek kursu Echo nie jest uzasadniony, tym bardziej, że w minionych miesiącach Echo dostarczyło argumentów, wskazujących na możliwość realizacji naszych prognoz (P/E'17=9,7x, P/E'18=7,8x) oraz oferuje jeden z najwyższych DYield'18 w sektorze (9,5%), który w naszej ocenie może być utrzymany w kolejnych latach. Po odcięciu dywidendy i spadku kursu w ostatnich dwóch miesiącach, potencjał wzrostu kursu akcji Echo wzrósł do ponad 20%, w związku z czym podnosimy naszą rekomendację dla akcji spółki z akumuluj do kupuj.

Cena bieżąca

5,21 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,64 PLN

+27,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	6,64 PLN	2017-09-01	
poprzednia	akumuluj	6,64 PLN	2017-07-03	
Podstawowe dane			ECH PW	vs. WIG
Ticker	ECH PW	Zmiana 1M	-9,5%	-16,0%
ISIN	PLECHPS00019	Zmiana YTD	+10,9%	-14,7%
Liczba akcji (mln)	412,7	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 150,1	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 244,7	EV/EBITDA 12M fwd	13,9	-15,9%
Free float	14,4%	EV/EBITDA 5Y avg	16,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	586,1	480,1	411,1	636,4	717,9
ZBNS	285,7	224,2	117,8	177,1	180,6
marża ZBNS	48,8%	46,7%	28,7%	27,8%	25,2%
EBIT bez rew.	911,1	604,7	277,3	340,9	310,9
Rewaluacja	751,3	560,1	270,7	272,4	241,0
Zysk netto	514,1	387,7	224,5	278,5	258,3
P/E	4,2	5,5	9,6	7,7	8,3
P/BV	0,6	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	5,9	4,1	11,6	9,9	8,4
DPS	0,00	5,96	0,66	0,50	0,34
DYield	0,0%	114,4%	12,7%	9,6%	6,5%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
Rewaluacja			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przekazane lokale (szt.)	400	451	854	1 181	1 300
Przychód (tys. PLN)/lokal	366	521	456	424	400
Przychody	586	480	411	636	718
Mieszkaniówka	147	235	389	500	520
Biura i handel	431	224	14	50	40
Pozostałe	8	21	8	86	158
Gotówka	911	663	277	192	580
Dług netto	3 218	346	1 095	1 238	483
Dług netto / kap. wias.	88%	23%	65%	67%	24%
Zapasy	595	656	674	697	721
NI	1 462	785	1 780	2 095	1 440
LTV	44%	24%	45%	44%	22%
Revaluacja/NI	13,9%	38,3%	25,6%	15,3%	11,5%
Kapitał własny	3 664	1 528	1 691	1 858	1 977
ROE	16,3%	10,6%	14,6%	16,5%	13,9%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	165	140	-70	20	6
Kapitał obrotowy	42	177	-35	1	-19
CF inwestycyjny	-579	2 377	-385	-41	894
Wydatki na NI	-600	-848	-618	-431	-388
Zbycie NI	20	3 513	235	392	1 284
CF finansowy	876	-2 702	229	-64	-512
Dywidenda	0	-2 460	-272	-206	-139

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,35	0,34	0,33	6,0	5,0	4,4
Maksimum	1,69	1,64	1,62	31,9	44,9	19,9
Mediana	0,80	0,78	0,72	11,7	13,7	8,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	411	636	718	715	586	598	610	622	635	622	635
EBITDA	9	70	72	61	41	42	43	44	44	44	44
marża EBITDA	2,1%	11,1%	10,0%	8,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Amortyzacja	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Rewaluacja NI	271	272	241	202	206	210	214	219	223	227	232
Podatek	53	65	59	50	47	48	49	50	51	51	52
NOPLAT	225	276	252	211	199	202	207	211	215	219	224
Nakłady/sprzedaż NI	-385	-41	894	200	204	210	214	219	223	227	232
Kapitał obrotowy	-35	1	-19	-19	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6
Inne	38	36	36	36	36	36	37	38	39	39	39
FCF	-426	2	923	228	228	235	240	245	249	254	260
PV FCF	-400	2	752	173	160	153	145	137	129	122	
WACC	7,1%	7,0%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	3 428
Dług netto	586
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,89

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,59
DCF	50%	6,89
cena wynikowa		6,24
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		6,64

GTC trzymaj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Przy relatywnie wysokiej zmienności kurs akcji GTC zakończył miesiąc na zbliżonym poziomie m/m. Wyniki finansowe nie przyniosły większych odchyśleń od prognoz, choć liczyliśmy na ich nieco lepszą strukturę. Po półroczu nasza całoroczna prognoza oczyszczonego EBIT jest zrealizowana w 42%, prognoza FFO w 45% (wysokie wykonanie dzięki niższym kosztom finansowym), a prognoza ZN w 49% (wysokie wykonanie dzięki wysokiej rewaluacji). Kluczowe znaczenie dla wyników GTC w 2017 r. ma oddanie do użytku Galerii Północnej, co nastąpiło w 3Q'17. Zwracamy przy tym uwagę, że większość rewaluacji z powyższej inwestycji zostało rozpoznanej w wynikach 2016 i 1H'17. Ostatniej znaczącej kwoty przeszacowanie spodziewamy się w 3Q'17, co w naszej ocenie jest już uwzględnione w rynkowym konsensusie. Mimo intensywnego programu inwestycyjnego spodziewalibyśmy się spadku ZN w latach 2018-2019 względem 2017 r. Oczekujemy dodatniej dynamiki FFO, lecz prognozowane przez nas tempo wzrostu CAGR'17-19 w wysokości 15% wciąż stoi pod znakiem zapytania ze względu na późniejsze akwizycje aktywów pracujących. Rekomendujemy trzymanie akcji GTC.

Cena bieżąca

9,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9,59 PLN

-3,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	9,59 PLN	2017-08-02

Podstawowe dane			GTC PW	vs. WIG
Ticker	GTC PW	Zmiana 1M	+2,1%	-4,4%
ISIN	PLGTC0000037	Zmiana YTD	+24,8%	-0,7%
Liczba akcji (mln)	460,2	Średni obrót 1M	1,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 556,1	Średni obrót 6M	1,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 038,0	EV/EBITDA 12M fwd	16,7	+13,2%
Free float	21,9%	EV/EBITDA 5Y avg	14,7	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	117,4	120,3	141,9	162,5	175,2
ZBNS	80,0	87,3	103,3	120,4	131,9
marża ZBNS	68,2%	72,6%	72,8%	74,1%	75,3%
EBIT bez rew.	91,7	154,8	172,9	127,8	133,0
Rewaluacja	26,2	84,6	87,5	25,9	19,9
Zysk netto	45,2	158,5	122,9	84,1	88,0
P/E	23,7	6,8	8,7	12,8	12,2
P/BV	1,7	1,4	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	17,6	11,7	10,9	15,3	14,9
DPS	0,00	0,00	0,06	0,05	0,06
DYield	0,0%	0,0%	2,7%	2,0%	2,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
NOI			0,0%	0,0%	0,0%
FFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
BPS			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln EUR)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NOI	79	86	102	119	132
dynamika r/r	-3,0%	10,1%	15,4%	17,4%	10,7%
EBIT bez rewaluacji	66	71	85	102	113
Koszty finansowe	-29	-28	-31	-31	-32
FFO	38	43	48	62	71
dynamika r/r	35,7%	13,2%	11,9%	29,7%	14,7%
Rewaluacja	26	85	88	26	20
Gotówka	196	178	177	150	110
Dług netto	548	721	794	853	873
Dług netto/kap. wlas.	85%	92%	89%	89%	86%
NI	1 289	1 605	1 811	1 939	2 024
LTV	41%	44%	44%	44%	43%
Revaluacja/NI	2,1%	6,6%	5,5%	1,4%	1,0%
Kapitał własny	643	787	895	957	1 017
ROE	9,2%	24,7%	15,6%	9,4%	9,2%

Przepływy pieniężne

(mln EUR)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	73	73	79	94	104
Amortyzacja	1	0	0	0	0
Kapitał obrotowy	10	6	0	0	0
CF inwestycyjny	-23	-232	-104	-98	-63
CAPEX	-88	-261	-125	-103	-65
CF finansowy	37	141	30	-29	-84
Dywidenda	0	0	-16	-22	-27

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,37	0,37	0,36	5,7	8,7	8,2
Maksimum	1,53	1,39	1,26	88,8	44,9	19,9
Mediana	0,81	0,80	0,76	13,1	17,5	11,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Wycena metodą NAV

(mln EUR)	15	16	17P	18P	19P	20P	21P
Nieruchomości inwestycyjne	1 289	1 605	1 811	1 939	2 024	2 087	2 092
Grunty i projekty mieszkaniowe	30	19	13	10	10	10	10
Aktywa finansowe (JV)	23	4	3	3	3	3	3
Należności	6	5	7	7	7	7	7
Gotówka	196	178	177	150	110	112	160
Pozostałe aktywa	16	29	16	16	16	16	16
Suma aktywów	1 560	1 839	2 028	2 126	2 171	2 236	2 288
Kapitał mniejszości	-21	3	3	3	4	5	6
Dług	744	898	970	1 003	984	984	984
Zobowiązania na podatek odroc.	133	98	114	117	120	122	123
Pozostałe zobowiązania	61	53	46	46	46	46	46
Suma zobowiązań i mniejszości	917	1 052	1 133	1 169	1 154	1 157	1 158
NAV	643	787	895	957	1 017	1 079	1 130
PV NAV	643	787	845	851	853	855	848

Podsumowanie NAV

(mln EUR)	
Risk-free rate	3,5%
Premia za ryzyko	5,0%
Beta	1,0
Koszt kapitału własnego	8,5%
EUR/PLN '21P	4,20
Wycena NAVPS'21P (PLN)	7,74

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	10,29
NAV	50%	7,74
cena wynikowa		9,01
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		9,59

Robyg kupuj (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Przy okazji publikacji wyników za 2Q'17 Robyg zaktualizował prognozę ZN'17 o kwotę +15 mln PLN, związaną z przeszacowaniem gruntu w Gdańsku (Letnica). Z perspektywy naszej wyceny akcji Robyga, powyższe przeszacowanie nieruchomości w Gdańsku nie ma istotnego znaczenia. Ma jednak wpływ na oczekiwane widełki dywidendy w 2018 r. Realizacja prognozy zarządu oznaczałaby DYield'18 w wysokości 7,0%-8,6%, zgodnie z obecną polityką spółki. W pierwszej połowie roku Robyg kontynuował akwizycje gruntów w atrakcyjnych cenach. (ok. 1400 PLN w Warszawie oraz ok. 800 PLN w Gdańsku). Zarząd nie poinformował jednak, na który rynek dokona ekspansji dzięki środkom z emisji akcji (w 3Q'17 spółka pozyskała 79 mln PLN), zaznaczając jedynie, że Wrocław jest bardziej prawdopodobny od Krakowa. Wielkość i koszt banku ziemi jest dużym atutem spółki, wzrosły natomiast ryzyka administracyjne posiadanego banku ziemi, co wydłuża czas od zakupu gruntu do uruchomienia inwestycji. Na koniec czerwca aż 2/3 lokali w ofercie Robyga stanowiły mieszkania, których budowa jeszcze się nie rozpoczęła. Realizacja części zaplanowanych na lata 2017-2018 inwestycji przesunęła się na późniejszy okres, stąd nasze zaktualizowane prognozy przekazania mieszkań w latach 2017-2018 są „wysrubowane”. W tym kontekście ambitnie wygląda konsensus prognoz analityków na 2018 r., który jest o 8% wyższy od naszej prognozy. Mniej ambitne są szacunki analityków na 2019 r. (134 mln PLN), które powinny być przekroczone jeżeli spółka przezwycięży problemy administracyjne. Minimalnie (1-2%) obniżamy nasze prognozy ZN'18-19 oraz cenę docelową dla akcji Robyga z 4,35 PLN do 4,25 PLN, podtrzymując rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

3,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,25 PLN

+25,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	4,25 PLN	2017-09-01	
poprzednia	kupuj	4,35 PLN	2017-05-12	
Podstawowe dane			ROB PW	vs. WIG
Ticker	ROB PW	Zmiana 1M	+4,0%	-2,5%
ISIN	PLROBYG00016	Zmiana YTD	+25,9%	+0,4%
Liczba akcji (mln)	289,4	Średni obrót 1M	0,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	984,0	Średni obrót 6M	1,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 347,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,9	-40,7%
Free float	16,5%	EV/EBITDA 5Y avg	9,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	480,4	517,1	793,4	1 059,2	1 052,7
ZBNS	77,0	116,1	221,3	289,7	293,8
marża ZBNS	16,0%	22,5%	27,9%	27,4%	27,9%
EBIT	59,0	122,9	186,5	225,6	227,9
Zysk netto	79,7	108,7	102,1	143,7	154,0
P/E	11,2	8,2	9,6	6,8	6,4
P/BV	1,8	1,6	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA	18,7	10,5	7,1	5,9	5,5
DPS	0,11	0,20	0,27	0,28	0,32
Dyield	3,2%	5,9%	7,9%	8,2%	9,4%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			-3,1%	-4,1%	-1,5%
MBNS			+0,2 p.p.	-0,8 p.p.	-0,0 p.p.
EBIT			+11,4%	-7,4%	-0,6%
Zysk netto			+13,0%	-2,2%	-0,9%
Przekazane lokale			-7,3%	+0,4%	+3,2%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przekazane lokale (szt.)	2 045	2 804	2 334	3 205	3 200
Przychód (tys. PLN)/lokal	283	293	354	327	327
SG&A	44	53	60	62	64
SG&A/przychody	9,2%	10,3%	7,6%	5,9%	6,1%
Marża EBIT	12,3%	23,8%	23,5%	21,3%	21,6%
Marża zysku netto	16,6%	21,0%	12,9%	13,6%	14,6%
Gotówka	387	402	426	380	385
Dług netto	217	418	325	321	267
Dług netto/kap. włas.	44%	74%	48%	44%	33%
Zapasy	716	959	1 045	1 099	1 123
Zapasy/przychody	149%	185%	132%	104%	107%
Zaliczki	193	204	229	225	240
Zaliczki/zapasy	27%	21%	22%	20%	21%
Kapitał własny	497	564	673	736	797
ROE	17,9%	21,9%	18,1%	21,3%	20,9%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	62	-39	55	101	162
Amortyzacja	2	2	2	2	2
Kapitał obrotowy	-29	-54	-72	-57	-8
CF inwestycyjny	-42	-50	-2	-2	-2
CAPEX	-33	-45	-2	-2	-2
CF finansowy	61	-6	-145	-156	-178
Dywidenda	-53	-71	-81	-93	-116

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,46	0,45	0,43	6,8	4,1	5,0
Maksimum	1,99	1,92	1,93	17,8	17,4	10,7
Mediana	0,79	0,79	0,74	8,6	6,7	6,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	822	1 059	1 053	931	874	882	891	909	927	946	965
EBITDA	119	186	199	154	141	141	141	144	147	150	153
marża EBITDA	14,5%	17,6%	18,9%	16,5%	16,2%	16,0%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
Amortyzacja	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
EBIT	117	184	197	151	139	139	139	142	145	148	151
Podatek	22	35	37	29	26	26	26	27	28	28	29
NOPLAT	95	149	159	123	113	113	113	115	117	120	122
CAPEX	-45	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Kapitał obrotowy	-72	-57	-8	-28	-18	-18	-8	-4	-4	-4	-4
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-19	92	151	94	94	94	104	111	113	116	118
PV FCF	-19	84	127	74	69	64	66	65	61	58	
WACC	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	1 704
Dług netto	489
Inne korekty	82
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,48

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	2,62
DYield-porównawcza	17%	5,30
DCF	50%	4,48
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		4,25

Handel

AmRest

kupuj (podwyższona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Od 4Q'16 spółka była bardzo aktywna na polu M&A, podpisując porozumienia dotyczące przejęć restauracji w Niemczech (KFC oraz Pizza Hut), Francji (KFC oraz Pizza Hut), Rosji (KFC oraz Pizza Hut) oraz w Polsce (pizzaportal.pl). W 2017 roku AmRest sukcesywnie zamyka ogłoszone transakcje przejęć oraz konsoliduje wyniki zakupionych restauracji. Część z przejętych aktywów wymaga dodatkowych nakładów na restrukturyzację, a generowana przez nie marża EBITDA jest niższa niż dla przeciętnej placówki prowadzonej przez AmRest. Negatywny efekt kosztów modernizacji można było zauważyć w 1Q'17 (wysoka strata wygenerowana przez kawiarnie Starbucks w Niemczech zniwelowały wzrost EBITDA r/r). Pomimo przejściowych dodatkowych kosztów, uważamy że nowe rynki stwarzają dla spółki ogromne perspektywy rozwoju sieci restauracji w średnim terminie. Jednocześnie zwracamy uwagę na bardzo dobre wyniki organicznego biznesu AmRest (region CEE, Hiszpania, Rosja). W naszych szacunkach uwzględniamy konsolidację przejętych biznesów oraz dodatkowe koszty związane z częściową restrukturyzacją placówek, co w efekcie wpłynęło na obniżenie prognoz dla EBITDA/zysku netto dla lat 2017-19. Biorąc pod uwagę atrakcyjne perspektywy wzrostu rezultatów spółki kolejnych latach, podnosimy naszą rekomendację z akumuluj do kupuj z ceną docelową 422 PLN.

Cena bieżąca

357,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

422,00 PLN

+18,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	422,00 PLN	2017-09-01	
poprzednia	akumuluj	367,00 PLN	2017-01-27	
Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	+0,6%	-5,9%
ISIN	NL0000474351	Zmiana YTD	+20,6%	-4,9%
Liczba akcji (mln)	21,2	Średni obrót 1M	3,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 573,4	Średni obrót 6M	4,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 685,3	EV/EBITDA 12M fwd	11,4	+22,1%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	9,3	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	3 339	4 207	5 206	6 585	7 846
EBITDA	420	543	632	842	1 006
marża EBITDA	12,6%	12,9%	12,1%	12,8%	12,8%
EBIT	196	272	304	456	567
Zysk netto	160	194	187	297	385
P/E	47,3	39,0	40,5	25,5	19,7
P/BV	7,3	5,8	5,3	4,4	3,6
EV/EBITDA	20,1	15,9	13,7	10,1	8,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-12,5%	-5,9%	-3,8%
Zysk netto			-24,3%	-11,0%	-8,8%
Sprzedaż/rest.			-10,7%	-11,5%	-10,8%
marża EBITDA			-1,2 p.p.	-1,1 p.p.	-1,2 p.p.
Liczba rest.			+14,4%	+16,9%	+19,4%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA (PL)	181	185	192	212	234
EBITDA (WE)	145	192	213	302	363
EBITDA (ES)	146	179	193	203	222
EBITDA (RU)	40,5	50,6	78,0	136,5	177,0
EBITDA (CZ)	72	93	108	133	156
Przepływy oper.	442	457	539	794	916
Amortyzacja	224	271	328	386	440
Kapitał obrotowy	71	43	9	109	89
Przepływy inw.	-335	-533	-609	-643	-596
CAPEX	-257	-386	-564	-643	-596
Przepływy fin.	-45	66	203	-100	-310
Dywidenda/buyback	0	0	0	0	0
FCF	110	1	-37	192	356
FCF/EBITDA	26%	0%	-6%	23%	35%
CFO/EBITDA	105%	84%	85%	94%	91%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
marża EBITDA (PL)	13,7%	13,0%	12,1%	12,1%	12,1%
marża EBITDA (WE)	20,4%	16,1%	14,3%	14,0%	14,0%
marża EBITDA (ES)	20,8%	21,4%	21,1%	21,1%	21,1%
marża EBITDA (RU)	10,0%	10,9%	15,4%	15,6%	15,6%
marża EBITDA (CZ)	17,2%	19,1%	19,2%	19,2%	19,2%
Dług netto	807	971	1 078	928	608
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	1,8	1,7	1,1	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	7,1	7,1	6,7	6,9	6,9	6,0
Maksimum	44,5	34,7	28,3	17,4	16,9	16,4
Mediana	26,7	23,5	20,9	13,2	11,8	10,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Sprzedaż/rest.	945	969	1 009	1 001	997	996	995	993	991	988	988
marża EBITDA	12,1%	12,8%	12,8%	12,3%	12,3%	12,3%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Liczba rest.	1 574	1 823	2 064	2 277	2 487	2 694	2 899	3 103	3 305	3 506	3 506
Przychody	5 206	6 585	7 846	8 688	9 497	10 320	11 126	11 917	12 696	13 463	13 732
EBITDA	632	842	1 006	1 065	1 172	1 273	1 289	1 380	1 469	1 557	1 578
marża EBITDA	12,1%	12,8%	12,8%	12,3%	12,3%	12,3%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,5%
EBIT	304	456	567	596	685	773	777	859	942	1 030	1 051
Podatek	77	115	143	150	173	195	196	217	238	260	265
CAPEX	-609	-643	-596	-553	-551	-551	-553	-556	-527	-527	-527
Kapitał obrotowy	16	109	89	53	51	50	47	45	42	39	39
FCF	-37	192	356	415	499	577	587	652	746	810	826
PV FCF	-36	173	295	316	350	373	349	357	376	375	
WACC	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,6%	8,6%	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	9 088
Dług netto	967
Inne korekty	68
Wycena DCF na akcję (PLN)	403,51

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	413,80
DCF	50%	379,63
cena wynikowa		396,71
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		422,00

CCC akumuluj (podwyższona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Atrakcyjna oferta sprzedażowa, sprzyjające otoczenie konkurencyjne oraz dynamiczny rozwój kanału internetowego pozwalają CCC na odnotowywanie wysokiego tempa wzrostu sprzedaży przewyższającego dynamikę wzrostu powierzchni sprzedażowej r/r. W 2Q'17 spółka zaraportowała bardzo dobry zestaw wyników poprawiając sprzedaż/EBITDA/EBIT r/r odpowiednio o 30,8%/33,3%/35,3%. Wysoki wzrost sprzedaży porównywalnej (sprzedaż/mkw. +5,2% r/r) połączony z odpowiednią dyscypliną kosztową (obniżenie wskaźnika SG&A/mkw. we wszystkich rynkach) spowodowało zmniejszenie narzutu kosztów SG&A/sprzedaż do 36% w 2Q'17 (-3,5 p.p. r/r). Oczekujemy dalszego obniżania się udziału kosztów SG&A w relacji do sprzedaży w kolejnych kwartałach. W efekcie powyższego marża EBIT wzrosła o 0,3 p.p. do 16,1% w 2Q'17 i oczekujemy dalszej poprawy w kolejnych okresach (pomimo zakładanego zmniejszenia marży brutto na sprzedaż r/r). Spółka istotnie poprawiła sprzedaż/mkw. w segmencie Zachodnia Europa (+19% r/r w 2Q'17), co było osiągnięte kosztem marży brutto na sprzedaż (-8,3 p.p. r/r do 53% w 2Q'17). Zakładamy utrzymanie poprawy efektywności sprzedaży w tym segmencie, co skłania nas do założenia zysku operacyjnego w Zachodniej Europie w 2020 roku. Zwracamy uwagę na utrzymującą się wysoką dynamikę sprzedaży w kanale internetowym (+133% r/r sprzedaż oraz +153% r/r wynik segmentu w 2Q'17). Rewidujemy nasze szacunki wyników na 2017 roku (obniżka ze względu na słaby 1Q'17) oraz podwyższamy oczekiwania na lata 2018-19. Biorąc pod uwagę atrakcyjne perspektywy wzrostu wyników spółki, podwyższamy rekomendację do akumuluj (z ceną docelową 294 PLN).

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Sprzedaż (stacjoname)	2 310	2 902	3 516	4 234	5 058
EBITDA (stacjoname)	324	393	471	634	751
Sprzedaż (Eobuwie.pl)	0	287	580	871	1 306
EBITDA (Eobuwie.pl)	0,0	50,6	103,9	164,7	247,1
MBNS	54,9%	52,7%	51,1%	50,3%	50,2%
Przepływy oper.	325	175	156	357	465
Amortyzacja	67	70	84	87	95
Kapitał obrotowy	-20	-273	-347	-303	-378
Przepływy inw.	-156	-371	-190	-160	-186
CAPEX	157	391	200	160	186
Przepływy fin.	9	-2	237	-158	-192
Dywidenda/buyback	115	86	58	58	77
FCF	177	-287	31	84	113
FCF/EBITDA	55%	-65%	5%	10%	11%
CFO/EBITDA	101%	39%	27%	45%	47%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Sprzedaż det/mkw.	629	644	660	681	685	687	683	680	676	689	717
SG&A/mkw.	259	255	261	272	274	274	273	273	273	279	291
Powierzchnia	560	663	770	872	968	1 053	1 143	1 242	1 349	1 376	1 403
Przychody	3 516	4 234	5 058	5 987	6 752	7 450	8 059	8 713	9 413	10 086	10 388
EBITDA	514	634	751	865	968	1 071	1 197	1 296	1 362	1 431	1 473
marża EBITDA	14,6%	15,0%	14,8%	14,5%	14,3%	14,4%	14,9%	14,9%	14,5%	14,2%	14,2%
EBIT	433	550	659	764	859	954	1 035	1 112	1 185	1 259	1 297
Podatek	82	105	125	145	163	210	228	245	261	277	285
CAPEX	197	157	183	187	192	185	784	219	94	177	177
Kapitał obrotowy	206	291	333	386	339	321	250	266	283	280	280
FCF	31	84	113	150	277	359	-60	571	729	702	723
PV FCF	30	75	93	114	193	229	-35	307	359	317	
WACC	8,6%	8,6%	8,6%	8,8%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

262,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

294,00 PLN

+12,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	294,00 PLN	2017-09-01
poprzednia	trzymaj	219,00 PLN	2017-03-01
Podstawowe dane			
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	+16,5% +10,1%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	+28,8% +3,3%
Liczba akcji (mln)	39,1	Średni obrót 1M	9,6 mln PLN
MC (mln PLN)	10 259,1	Średni obrót 6M	16,6 mln PLN
EV (mln PLN)	11 134,1	EV/EBITDA 12M fwd	17,8 +15,9%
Free float	66,7%	EV/EBITDA 5Y avg	15,3 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	2 307	3 185	4 095	5 105	6 364
EBITDA	324	443	574	799	998
marża EBITDA	14,0%	13,9%	14,0%	15,6%	15,7%
EBIT	257	374	491	712	903
Zysk netto	255	288	298	390	463
P/E	39,5	35,7	34,4	26,3	22,1
P/BV	9,0	8,7	9,4	6,8	4,9
EV/EBITDA	32,3	24,7	19,4	13,9	11,0
DPS	3,00	2,19	1,47	1,47	1,96
DYield	1,1%	0,8%	0,6%	0,6%	0,7%
Zmiana prognoz				2017P	2018P
EBITDA				-4,1%	+11,5%
Zysk netto				-18,3%	+1,8%
MBNS				-2,6 p.p.	-2,9 p.p.
Sprzedaż/mkw. (detal)				-1,7%	-1,9%
SG&A/mkw.				-5,7%	-8,3%
					-3,2%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Polska (sprzedaż/mkw.)	669	706	723	704	718
CEE (sprzedaż/mkw.)	502	526	520	498	512
WE (sprzedaż/mkw.)	445	432	488	537	592
Eobuwie.pl (% sprzedaży)		9,0%	14,2%	17,1%	20,5%
Środki pieniężne	341	142	340	378	467
Dług netto	378	656	815	762	648
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	1,5	1,4	1,0	0,6

Analiza porównawcza

	17P	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	18P	19P
Minimum	57,2	42,0	30,5	20,8	15,5	11,8		
Maksimum	111,1	80,4	64,8	75,2	52,1	37,8		
Mediana	71,3	54,9	42,4	34,0	25,7	19,9		
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%		

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdyskontowana wartość FCF	7 130
Dług netto	493
Inne korekty	4 916
Wycena DCF na akcję (PLN)	314,20

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	257,37
DCF	50%	295,27
cena wynikowa		276,32
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		294,00

Eurocash kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Prowadzona od początku 2017 roku restrukturyzacja oraz sprzyjające otoczenie makroekonomiczne pozwoliło spółce poprawić sprzedaż porównywalną w segmencie C&C (pierwszy wzrost od 8 kwartałów). Planowane dalsze zamknięcia hurtowni C&C oraz efekt bazy powinny wspierać dynamikę wskaźnika w kolejnych kwartałach. Jednocześnie coraz lepszą dynamikę odnotowują Ifl w sieci Delikatesy Centrum (+6,2% Ifl detaliczny oraz +13,2% Ifl hurtowy w 2Q'17 – pozytywny efekt Projektu Fresh). W podziale na segmenty zwracamy uwagę na wzrost rentowności w Hurcie zintegrowanym do 3,9% w 2Q'16 (+1,05 p.p. r/r), co przełożyło się na zwiększenie wyniku EBITDA o 43% r/r do 77,7 mln PLN (ponad połowa wyniku EBITDA spółki w 2Q'17). Zwiększenie rentowności jest efektem skutecznej optymalizacji kosztowej segmentu oraz sprzyjającym wpływem Świąt Wielkanocnych. Oczekujemy, że poprawa marży EBITDA w segmencie powinna zostać utrzymana w kolejnych kwartałach. Jednocześnie szacujemy wyhamowania spadków EBITDA r/r w segmencie C&C w 2018 roku. W kolejnych latach zakładamy stopniową erozję wyniku w segmencie C&C. W naszych szacunkach ujęliśmy konsolidację wyników dla 2017 roku (uwzględnienie odpisu na podatek VAT) oraz dla 2018 roku (założenie stopniowej poprawy rentowności w segmencie detalicznym). Uwzględniając dodatnie Ifl oraz utrzymanie ujemnego cyklu konwersji gotówki, spółka powinna wypracować około 8,7% FCF Yield w 2018 roku. Biorąc pod uwagę powyższe podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla spółki.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Hurt niezależny (S)	13 162	13 886	14 696	14 843	14 546
Hurt zintegrowany (S)	7 487	7 766	7 929	8 088	8 250
Detal (S)	556	976	2 308	2 539	3 787
Nowe projekty (S)	30,1	80,6	596,8	889,6	978,6
Nowe projekty (EBITDA)	-18	-41	-53	0	8
Przepływy oper.	978	325	450	592	653
Amortyzacja	151	166	187	191	196
Kapitał obrotowy	522	-99	89	77	50
Przepływy inw.	-153	-270	-433	-166	-167
CAPEX	-139	-136	-304	-166	-167
Przepływy fin.	-825	22	-112	-391	-74
Dywidenda/buyback	-111	-146	-102	-60	-148
FCF	820	98	125	465	480
FCF/EBITDA	172%	22%	34%	79%	70%
CFO/EBITDA	206%	74%	122%	101%	95%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Hurt niezł. (EBITDA)	272	252	244	276	300	279	260	255	250	245	245
Hurt zint. (EBITDA)	246	272	316	331	370	399	423	423	423	423	423
Detal (EBITDA)	21	33	50	58	88	132	159	163	166	169	169
Przychody	24 289	26 206	27 393	27 987	28 572	29 221	29 915	30 658	31 455	32 313	32 798
EBITDA	368	587	690	756	784	783	783	783	783	784	771
marża EBITDA	1,52%	2,24%	2,52%	2,70%	2,75%	2,68%	2,62%	2,55%	2,49%	2,43%	2,35%
EBIT	161	376	474	539	567	565	564	563	562	561	569
Podatek	31	11	71	81	85	85	85	84	84	84	85
CAPEX	-304	-166	-167	-169	-171	-172	-174	-176	-178	-201	47
Kapitał obrotowy	-111	-75	-48	-32	-33	-35	-37	-40	-42	-45	1 063
FCF	125	465	480	518	541	541	541	541	542	522	530
PV FCF	122	419	400	399	385	356	329	304	282	251	
WACC	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	0,0%

Cena bieżąca

39,14 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

47,60 PLN

+21,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	47,60 PLN	2017-09-01
poprzednia	kupuj	45,47 PLN	2017-01-27
Podstawowe dane		EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	+26,3% +19,8%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	+1,4% -24,2%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	20,5 mln PLN
MC (mln PLN)	5 446,9	Średni obrót 6M	18,6 mln PLN
EV (mln PLN)	5 997,5	EV/EBITDA 12M fwd	11,9 -0,9%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	12,0 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	20 318	21 206	24 289	26 206	27 393
EBITDA	476	440	368	587	690
marża EBITDA	2,3%	2,1%	1,5%	2,2%	2,5%
EBIT	325	274	181	395	494
Zysk netto	212	179	119	296	382
P/E	25,6	30,3	45,7	18,4	14,3
P/BV	4,6	4,7	4,7	3,9	3,3
EV/EBITDA	11,9	13,2	16,3	9,6	7,7
DPS	0,80	1,05	0,73	0,43	1,07
DYield	2,0%	2,7%	1,9%	1,1%	2,7%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		-30,3%	-5,5%	+1,0%	
Zysk netto		-53,0%	-10,9%	+0,1%	
Hurt niezależny (EBITDA)		-	-	-	-
Hurt zintegrowany (EBITDA)		-	-	-	-
Detal (EBITDA)		-	-	-	-

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Cykl konwersji zapasów	20	18	18	18	18
Cykl konwersji należności	27	28	28	29	29
Cykl konwersji zobowiązań	63	64	62	64	65
Cykl konwersji gotówki	-15	-18	-17	-17	-17
Narzut SG&A	8%	9%	9%	9%	9%
Dług netto	175	324	490	150	-162
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	0,7	1,3	0,3	-0,2

Analiza porównawcza

	17P	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	18P	19P
Minimum	13,2	11,9	8,9	5,1	4,3	3,8		
Maksimum	28,8	26,2	25,7	11,6	10,7	9,7		
Mediana	21,3	17,4	14,5	7,9	6,8	6,0		
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%		

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,5%
Zdyskontowana wartość FCF	7 044
Dług netto	324
Inne korekty	69
Wycena DCF na akcję (PLN)	50,66

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	42,09
DCF	50%	47,79
cena wynikowa		44,94
koszt kapitału 9M		6,0%
cena docelowa za 9M		47,60

Jeronimo Martins trzymaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Przyspieszająca dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz poprawiająca się kondycja konsumentów pozytywnie przekładają się na sprzedaż porównywalną spółek detalicznych. Jednocześnie koszty SG&A spółek z sektora są pod presją coraz większej presji płacowej w gospodarce. W 2Q'17 sieć Biedronka poprawiła sprzedaż porównywalną o 9,5% (11. kwartał z rzędu wzrostu sprzedaży porównywalnej) pomimo efektu wysokiej bazy. Pomimo wysokiego wzrostu efektywności sprzedaży, spółka poprawiła EBIT o 3,8% r/r do 136,8 mln EUR, na co wpływ miały rosnące koszty wynagrodzeń oraz wzrost kosztów związanych z rozwijaniem sieci sklepów Ara w Kolumbii. Zgodnie z zapowiedzią zarządu strata wygenerowana przez sieć Ara oraz Hebe powinna wzrosnąć o 30% r/r do około 81 mln EUR w 2017 roku. Spółka intensyfikuje tempo ekspansji w Kolumbii w celu osiągnięcia założonego celu 1000 sklepów w sieci Ara w 2020 roku. Korygujemy nasze założenia o wyższe koszty związane z rozwojem sieci Ara, szacunki zysku związane z działalnością Monterroio – Industry & Investments B.V. oraz obniżamy szacunek kursu EURPLN (średnio 4,21 vs. 4,34 poprzednio dla 2017 roku oraz średnio 4,08 vs. 4,34 poprzednio dla 2018 roku). Biorąc pod uwagę zmniejszenie dynamiki wyników oraz przejściowe zwiększenie kosztów na sieć Ara w Kolumbii, podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Jeronimo Martins.

Cena bieżąca

16,76 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

17,10 EUR

+2,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	17,10 EUR	2017-09-01	
poprzednia	trzymaj	16,90 EUR	2017-05-08	
Podstawowe dane			JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-1,9%	-8,4%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+18,6%	-7,0%
Liczba akcji (mln)	628,4	Średni obrót 1M	7,8 mln EUR	
MC (mln EUR)	10 532,6	Średni obrót 6M	11,2 mln EUR	
EV (mln EUR)	10 355,5	EV/EBITDA 12M fwd	10,7	+5,7%
Free float	38,8%	EV/EBITDA 5Y avg	10,1	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	13 728	14 622	16 388	17 663	19 652
EBITDA	801	862	914	963	1 058
marża EBITDA	5,8%	5,9%	5,6%	5,5%	5,4%
EBIT	486	536	566	609	689
Zysk netto	333	593	409	454	516
P/E	31,7	17,8	25,7	23,2	20,4
P/BV	7,9	6,1	5,6	4,9	4,3
EV/EBITDA	13,8	12,2	11,3	10,3	9,0
DPS	0,62	0,28	0,47	0,33	0,36
DYield	3,7%	1,6%	2,8%	1,9%	2,2%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-3,0%	-4,9%	-1,1%
Zysk netto			-11,2%	-10,9%	-4,5%
Biedronka (s/mkw. r/r)			+3,7 p.p.	+3,8 p.p.	+1,8 p.p.
Pingo Doce (s/mkw. r/r)			-0,3 p.p.	-0,3 p.p.	-0,2 p.p.
Recheio (s/mkw. r/r)			-0,3 p.p.	-0,0 p.p.	-0,1 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA Biedronka	644	712	829	930	980
EBITDA Pingo Doce	187	196	214	220	221
EBITDA Recheio	44	47	49	50	52
EBITDA Pozostałe	-80	-79	-84	-84	-84
CCC w dniach	-64	-67	-65	-64	-64
Przepływy oper.	860	843	868	993	1 165
Amortyzacja	315	326	348	353	369
Kapitał obrotowy	225	180	169	186	280
Przepływy inw.	-393	-126	-438	-398	-438
CAPEX	-394	-433	-439	-398	-438
Przepływy fin.	-453	-504	-339	-255	-227
Dywidenda/buyback	391	173	297	205	227
FCF	512	515	511	617	748
FCF/EBITDA	64%	60%	56%	64%	71%
CFO/EBITDA	107%	98%	95%	103%	110%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
MBNS	21,4%	21,3%	21,0%	20,8%	20,8%
narzut SG&A	17,7%	17,4%	17,5%	17,4%	17,3%
Biedronka (s/mkw. r/r)	2,0%	2,7%	7,9%	6,4%	2,3%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	2,9%	1,0%	0,4%	1,4%	0,3%
Recheio (s/mkw. r/r)	4,3%	5,0%	2,6%	2,2%	2,8%
Dług netto	216	-304	-433	-824	-1 324
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	-0,4	-0,5	-0,9	-1,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	13,2	11,9	10,4	5,3	5,0	4,8
Maksimum	29,2	26,2	25,7	13,2	11,9	10,9
Mediana	21,6	17,4	14,5	9,0	8,1	7,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Biedronka (sklepy)	2 777	2 845	2 913	2 981	3 021	3 061	3 101	3 141	3 181	3 221	3 221
Pingo Doce (sklepy)	426	430	430	430	430	430	430	430	430	430	430
Ara (sklepy)	326	496	736	996	1 156	1 316	1 476	1 596	1 676	1 716	1 716
Przychody	16 388	17 663	19 652	21 541	22 650	23 565	24 483	25 301	25 960	26 459	26 922
EBITDA	914	963	1 058	1 140	1 192	1 214	1 251	1 281	1 300	1 317	1 333
marża EBITDA	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%	5,3%	5,2%	5,1%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT	566	609	689	754	792	805	834	859	878	893	908
Podatek	133	134	152	166	174	177	183	189	193	196	200
CAPEX	-439	-398	-438	-453	-401	-397	-393	-358	-322	-425	-425
Kapitał obrotowy	169	186	280	266	156	129	129	115	93	70	70
FCF	511	617	748	787	773	769	804	850	877	767	780
PV FCF	498	554	621	603	547	503	485	473	451	364	
WACC	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,8%
Zdyskontowana wartość FCF	10 308
Dług netto	-304
Inne korekty	253
Wycena DCF na akcję (PLN)	17,49

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	15,73
DCF	50%	16,46
cena wynikowa		16,10
koszt kapitału 9M		6,2%
cena docelowa za 9M		17,10

LPP trzymaj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Od naszej ostatniej rekomendacji kurs spółki wzrósł o 27% reagując pozytywnie na oczekiwaną poprawę wyników w kolejnych kwartałach. Nowa polityka sprzedażowa oraz wysiłki spółki skoncentrowane na poprawie jakości kolekcji przełożyły się pozytywnie na sprzedaż porównywalną (+6,2% r/r w 2Q'17) oraz rentowność sprzedaży spółki w 2Q'17 (+6,6 p.p. r/r do 56,5%). Efekt dźwigni operacyjnej pozwolił na poprawę wyniku EBIT o 140% do 207,6 mln PLN w 2Q'17. Zwracamy uwagę, że deprecjacja USDPLN r/r w ostatnich miesiącach powinna pozytywnie wpłynąć na koszty zakupu kolekcji jesień-zima'17 i wspierać dalszy wzrost marży brutto na sprzedaży r/r w 4Q'17. Jednocześnie pozytywnie należy ocenić wysiłki zarządu mające na celu uwolnienie kapitału obrotowego, co wpłynęło na zaraportowanie 11 mln PLN gotówki netto na koniec 2Q'17. Skorygowaliśmy nasze prognozy na 2017 rok uwzględniając intensywnie wyprzedaże w 3Q'17 wynikające z nowej polityki wyprzedażowej spółki, co wpłynęło na poziom wyników w 2017 roku. Jednocześnie podnosimy nasze szacunki na 2018 rok oraz 2019 rok, co wynika z założenia wyższej marży brutto na sprzedaży (oczekiwany pozytywny wpływ USDPLN) oraz nieznacznego obniżenia założeń dotyczących kosztów SG&A/mkw. (oczekiwane spowolnienie wzrostu kosztów wynagrodzeń oraz negocjacje czynszowe). Uważamy, że atrakcyjne perspektywy wzrostu r/r wyników spółki są obecnie odpowiednio zdyskontowane i zmieniamy naszą rekomendację z akumuluj na trzymaj.

Cena bieżąca

8 732,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8 800,00 PLN

+0,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	8 800,00 PLN	2017-09-01	
poprzednia	akumuluj	7 400,00 PLN	2017-06-20	
Podstawowe dane			LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	+22,7%	+16,3%
ISIN	PLPP0000011	Zmiana YTD	+54,9%	+29,3%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	15,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	16 176,1	Średni obrót 6M	16,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	15 809,9	EV/EBITDA 12M fwd	18,2	+23,5%
Free float	62,0%	EV/EBITDA 5Y avg	14,7	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	5 130	6 019	6 813	7 828	8 622
EBITDA	727	494	775	1 109	1 309
marża EBITDA	14,2%	8,2%	11,4%	14,2%	15,2%
EBIT	503	226	502	849	1 034
Zysk netto	352	175	387	681	831
P/E	44,9	91,7	41,8	23,7	19,5
P/BV	8,4	7,5	6,9	5,6	4,6
EV/EBITDA	22,6	32,7	20,4	13,8	11,3
DPS	32,04	32,66	35,71	63,28	111,37
DYield	0,4%	0,4%	0,4%	0,7%	1,3%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-7,9%	+2,1%	+8,0%
Zysk netto			-7,3%	+8,3%	+15,3%
Sprzedaż/mkw. (detal)			-1,4%	-0,1%	+0,0%
SG&A/mkw.			-1,0%	-1,1%	-1,2%
Powierzchnia			-1,4%	-1,3%	-1,4%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Sprzedaż/mkw (Polska)	602	585	620	645	663
Sprzedaż/mkw (Rosja)	459	534	600	660	674
Sprzedaż/mkw (Czechy)	463	545	634	670	687
Sprzedaż/mkw (Niemcy)	471	485	512	572	623
MBNS	53,5%	48,7%	52,7%	54,7%	55,3%
Przepływy oper.	254	718	990	960	1 103
Amortyzacja	224	267	273	259	275
Kapitał obrotowy	-223	256	334	20	-3
Przepływy inw.	-416	-181	-408	-353	-307
CAPEX	-491	-272	-422	-353	-307
Przepływy fin.	201	-394	-111	-189	-242
Dywidenda/buyback	58	60	66	116	204
FCF	-16	442	445	583	779
FCF/EBITDA	-2%	89%	57%	53%	59%
CFO/EBITDA	35%	145%	128%	87%	84%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Powierzchnia (Polska)	465	497	526	547	561
Powierzchnia (Rosja)	158	170	196	225	261
Powierzchnia (Czechy)	43	43	43	45	48
Powierzchnia (Niemcy)	27	38	47	52	52
Środki pieniężne	224	366	835	1 254	1 808
Dług netto	621	144	-366	-857	-1 449
Dług netto/EBITDA (x)	0,9	0,3	-0,5	-0,8	-1,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	17,4	15,9	14,7	10,0	9,1	8,3
Maksimum	32,5	28,2	25,1	21,3	17,2	14,9
Mediana	31,8	24,3	18,5	19,0	16,7	13,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Sprzedaż/mkw. (det)	588	618	630	632	634	632	630	629	628	627	627
SG&A/mkw.	265	270	272	271	270	268	266	265	265	266	266
Powierzchnia	1 011	1 102	1 178	1 253	1 342	1 430	1 516	1 603	1 692	1 783	1 783
Przychody	6 813	7 828	8 622	9 217	9 865	10 510	11 138	11 774	12 422	13 079	13 406
EBITDA	775	1 109	1 309	1 464	1 577	1 689	1 784	1 880	1 965	2 073	2 116
marża EBITDA	11,4%	14,2%	15,2%	15,9%	16,0%	16,1%	16,0%	16,0%	15,8%	15,8%	15,8%
EBIT	502	849	1 034	1 187	1 294	1 397	1 487	1 580	1 661	1 714	1 756
Podatek	111	161	196	226	246	265	283	300	316	326	334
CAPEX	-422	-353	-307	-300	-346	-339	-329	-332	-335	-359	-359
Kapitał obrotowy	-202	11	27	17	36	37	36	36	37	37	38
FCF	445	583	779	922	949	1 048	1 137	1 212	1 278	1 351	1 385
PV FCF	424	514	632	691	656	668	668	657	638	622	
WACC	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	16 825
Dług netto	144
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	9 579

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	7 600
DCF	50%	9 000
cena wynikowa		8 300
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		8 800

TXM kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W 2Q'17 spółka rozwiązała problemy związane z nieprawidłową obsługą dostaw przez system logistyczny, jednak przerwa w dostawach towarów oraz nieodpowiednie zatowarowanie sklepów istotnie wpłynęło na wyniki sprzedażowe TXM w 1H'17. Obecnie priorytetem dla spółki jest odbudowanie odpowiedzialności sklepów (planowana wzmożona aktywność marketingowa w 2H'17) oraz dostosowanie oferty produktowej (eliminowanie pozycji o zbyt wysokim wskaźniku rotacji w dniach) w celu zwiększenia efektywności sprzedaży. Od początku września zostanie wzmocniony zespół zarządzający ofertą handlową spółki, a od 14 września stanowisko obejmuje nowy prezes TXM – Pan Marcin Gregorowicz. Wzmocnienie kadry zarządzającej powinno pozytywnie wpłynąć na działalność operacyjną spółki. Biorąc pod uwagę obecną sytuację, zarząd spółki podjął decyzję o ograniczeniu tempa ekspansji sklepowej do czasu osiągnięcia odpowiedniego poziomu sprzedaży/mkw. Rewidujemy nasze założenia na 2017 rok ze względu na wolniejszą od oczekiwaną poprawę sprzedaży r/r oraz przyjmujemy bardziej konserwatywne założenia dla lat 2018-19. Uważamy, że TXM powinien zaraportować dodatnią dynamikę sprzedaży od września 2017 (w sierpniu 2017 wynikiem nie będzie sprzyjał efekt bazy). Naszym zdaniem potencjalne pozytywne efekty modyfikacji oferty sprzedażowej w spółce powinny być widoczne w 2018 roku. Uważamy, że problem ze spadkiem efektywności sprzedaży w spółce jest przejściowy, a TXM ma nadal atrakcyjne perspektywy wzrostu w średnim terminie. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj na spółkę.

Cena bieżąca

2,97 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,10 PLN

+105,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	6,10 PLN	2017-09-01
poprzednia	kupuj	6,25 PLN	2017-06-08
Podstawowe dane			
	TXM PW	Zmiana 1M	-27,7% -34,2%
Ticker	PLTXM0000015	Zmiana YTD	-40,6% -66,1%
ISIN		Średni obrót 1M	0,03 mln PLN
Liczba akcji (mln)	33,4	Średni obrót 6M	0,03 mln PLN
MC (mln PLN)	99,3	EV/EBITDA 12M fwd	4,4 -25,0%
EV (mln PLN)	102,5	EV/EBITDA 5Y avg	5,8 dyskonto
Free float	21,4%		

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	315	379	397	468	494
EBITDA	25,2	22,9	0,0	21,7	27,6
marża EBITDA	8,0%	6,0%	0,0%	4,6%	5,6%
EBIT	21,0	16,6	-6,2	14,4	20,4
Zysk netto	16,1	13,0	-6,0	10,7	15,5
P/E	6,2	7,6	-	9,3	6,4
P/BV	2,4	1,5	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	4,8	5,5	-	5,0	3,7
DPS	0,00	0,21	0,00	0,11	0,16
DYield	0,0%	7,0%	0,0%	3,8%	5,5%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-	-24,6%	-13,7%
Zysk netto			-	-32,1%	-14,4%
Sprzedaż/mkw.			+3,2 p.p.	-6,0 p.p.	-1,2 p.p.
SG&A/mkw.			+5,9 p.p.	+3,0 p.p.	-2,8 p.p.
Powierzchnia			+6,6%	+11,5%	+14,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Polska (S)	310	340	335	384	396
Słowacja (S)	3	5	7	17	23
Rumunia (S)	1	17	46	71	80
Polska (s/mkw. r/r)	2,8%	-3,5%	-11,9%	13,8%	1,8%
Rumunia (s/mkw. r/r)	0,0%	5,2%	-21,8%	34,1%	-1,6%
Przepływy oper.	18	3	56	107	201
Amortyzacja	4	511	520	591	660
Kapitał obrotowy	-6	137	-24	-16	-10
Przepływy inw.	-15	-1 303	-1 330	-1 018	-934
CAPEX	-14	1 236	1 430	1 118	1 034
Przepływy fin.	0	76	-136	-164	-214
Dywidenda/buyback	0	-83	-78	-99	-138
FCF	4	-214	-366	5	180
FCF/EBITDA	17%	-21%	-30%	0%	13%
CFO/EBITDA	125%	114%	86%	89%	89%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Sprzedaż/mkw.	318	356	359	365	368	367	368	361	357	355	354
SG&A/mkw.	131	138	142	141	140	141	140	140	138	137	136
Powierzchnia	410	427	444	461	478	495	512	529	546	563	580
Przychody	397	468	494	525	551	573	597	609	624	643	656
EBITDA	0	22	28	34	38	40	43	42	42	44	45
marża EBITDA	0,0%	4,6%	5,6%	6,5%	6,9%	7,0%	7,2%	6,9%	6,7%	6,8%	6,8%
EBIT	-6	14	20	27	30	32	34	33	33	35	35
Podatek	-3	1	2	5	6	6	6	6	6	7	7
CAPEX	-19	-13	-10	-9	-14	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Kapitał obrotowy	-20	9	2	4	3	3	3	2	2	3	3
FCF	4	-1	13	16	15	22	25	25	24	26	26
PV FCF	4	-1	11	12	10	13	14	13	11	11	
WACC	9,2%	9,0%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Cykl konwersji zapasów	72	80	80	80	81
Cykl konwersji należności	5	22	4	4	4
Cykl konwersji zobowiązań	38	66	68	63	63
Cykl konwersji gotówki	39	36	16	21	22
MBNS	41,0%	42,0%	42,9%	43,9%	44,4%
Dług netto	21	26	3	9	2
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,2	-91,2	0,4	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	7,1	9,0	10,0	1,9	1,8	2,1
Maksimum	35,0	28,6	23,9	17,8	13,3	10,7
Mediana	14,7	14,5	13,3	8,6	7,9	7,6
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	243
Dług netto	53
Inne korekty	20
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,72

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,11
DCF	50%	6,27
cena wynikowa		5,69
koszt kapitału 9M		7,1%
cena docelowa za 9M		6,10

Inne PBKM kupuj (podtrzymana)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

W wynikach PBKM widoczny jest wzrost kosztów operacyjnych, zwłaszcza kosztów próbek w pierwszym roku, co jest pochodną wzrostu opłat z tytułu pobrania krwi pępowinowej lub tkanek oraz wzrostu kosztów edukacji klientów. Z drugiej strony spółka stara się podnieść poziom cen (w 1Q'17 w modelu abonamentowym o ok. 9% i 6% w modelu przedpłaconym). Można więc podsumować, że PBKM realizuje obiecany wzrost próbek (200 tys. w modelu B2C do 2019 r.), jednak proces jest obciążony istotnie wyższymi kosztami. Stąd, aktualizujemy nasze prognozy na linii EBITDA o ok. 7% w dół oraz poziom przepływów pieniężnych z dział. operacyjnej o ok. 14%. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 63,90 PLN. Pozostawiamy zalecenie inwestycyjne kupuj bez zmian. Podkreślamy wysoki wzrost zysku EBITDA (ok. 51% w okresie 2016-19). Zwracamy jednak uwagę, że w najbliższych kwartałach PBKM zamierza realizować akwizycje. Spółka obecnie nie jest zadłużona, jednak w przypadku akwizycji pociągnięcie istotnej sumy z kredytu skutkowałoby zapewne zmianą polityki dywidendowej.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Liczba nowych próbek (tys.)	17,5	18,9	19,8	20,8	21,5
Przychód/nowa próbka	4,79	5,15	5,39	5,60	5,79
Liczba próbek ogółem (tys.)	109,7	127,7	146,5	166,1	186,3
Przychody	104,8	128,7	143,1	157,7	170,9
Koszt własny sprzedaży	40,4	50,2	56,2	60,5	64,3
ZBNS	64,5	78,5	86,9	97,2	106,6
marża	61,5%	61,0%	60,7%	61,6%	62,4%
Koszty sprzedaży	22,6	28,0	32,1	34,4	36,1
Koszty ogólnego zarządu	26,2	21,0	21,6	23,0	24,4
Poz. dział. operacyjna	-0,2	0,4	2,2	0,4	0,0
EBIT	15,4	29,8	35,4	40,1	46,1
Amortyzacja	4,5	4,8	6,1	6,2	6,3
EBITDA	20,0	34,6	41,5	46,3	52,4
marża	19,0%	26,9%	29,0%	29,3%	30,7%
Zysk netto	9,1	22,0	26,2	29,9	34,5

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
EBIT gotówkowy	14,3	16,0	19,6	24,6	25,2	25,9	26,5	27,2	27,9	28,5	29,3
Opodatkowanie EBIT	2,2	2,6	3,4	4,4	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	5,2	5,3
NOPLAT	12,1	13,4	16,2	20,2	20,7	21,2	21,7	22,3	22,8	23,4	24,0
Amortyzacja	6,1	6,2	6,3	6,5	6,9	7,1	7,3	7,5	7,7	7,9	8,1
CAPEX	-5,8	-6,1	-6,4	-6,6	-6,9	-7,1	-7,3	-7,5	-7,7	-7,9	-8,1
Kapitał obrotowy	-2,7	-3,2	-2,4	-2,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1
FCF	9,8	10,2	13,7	17,4	18,0	18,5	19,0	19,4	19,9	20,4	20,9
PV FCF	9,5	9,2	11,3	13,3	12,7	12,0	11,3	10,7	10,1	9,5	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Koszt kapitału wł.	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Model DDM

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Dywidendy	7,7	11,1	15,0	17,3	18,6	19,3	19,8	20,3	20,8	21,3	21,8
PV dywidend	7,5	10,0	12,4	13,2	13,1	12,5	11,8	11,1	10,5	9,9	
Koszt kapitału wł.	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

54,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

63,90 PLN

+17,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	63,90 PLN	2017-09-01	
poprzednia	akumuluj	70,00 PLN	2017-04-05	
Podstawowe dane			BKM PW	vs. WIG
Ticker	BKM PW	Zmiana 1M	-2,2%	-8,7%
ISIN	PLPBKM000012	Zmiana YTD	+6,4%	-19,2%
Liczba akcji (mln)	5,0	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	270,9	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	270,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	-10,8%
Free float	48,8%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	104,8	128,8	143,1	157,7	170,9
EBITDA	20,0	35,2	41,5	46,3	52,4
marża EBITDA	19,0%	27,3%	29,0%	29,3%	30,7%
EBIT	15,4	30,4	35,4	40,1	46,1
Zysk netto	9,1	21,8	26,2	29,9	34,5
P/E	29,7	12,4	10,3	9,0	7,8
P/BV	6,7	4,9	3,7	2,9	2,4
EV/EBITDA	13,5	7,8	6,5	5,9	5,2
DPS	1,21	1,41	1,55	2,24	3,01
DYield	2,2%	2,6%	2,8%	4,1%	5,5%
Zmiana prognoz					
Przychody			+2,1%	+1,9%	+1,8%
EBITDA			-1,6%	-6,6%	-6,6%
EBIT			-1,8%	-7,5%	-7,4%
Zysk netto			-9,6%	-14,2%	-13,9%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	11,4	14,3	15,5	16,4	20,1
CFO/EBITDA	57%	41%	37%	35%	38%
Capex	-3,8	-9,4	-5,8	-6,1	-6,4
Aktywa ogółem	133,0	163,3	185,8	214,0	244,4
Kapitał własny	40,4	55,4	73,9	92,8	112,3
Dług netto	-3,5	-0,6	-1,8	-0,3	1,6
Dług netto/EBITDA (x)	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			FCF/ EV		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	2,3%	2,7%	0,0%	6,5	6,4	6,2
Maksimum	10,4%	11,8%	13,1%	25,3	13,0	12,0
Mediana	4,3%	4,8%	5,5%	11,2	10,0	9,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	272,4
Dług netto i inne korekty	19,0
Wycena DCF na akcję (PLN)	50,96

Podsumowanie DDM

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost DIV po prognozie	2,5%
Wycena DDM na akcję (PLN)	55,22

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	70,85
DDM	33%	55,21
DCF	33%	54,20
cena wynikowa		60,07
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		63,90

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

PRZEWAGA (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 1 września 2017 o godzinie 08:55.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 1 września 2017 o godzinie 08:55.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, MLP Group, Neuca, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, Zastal S.A., ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, MLP Group, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Atal, Bakalland, Best, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Immobile, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ippopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyga, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, Zastal S.A., ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Stelmet, TXM S.A.

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

W związku z powyższym – w ocenie Domu Maklerskiego mBanku – Przegląd 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 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.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

Agora	Axel Springer, Carmike Cinemas, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, Gruppo Editoriale L'Espresso, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Regal Entertainment Group, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media, Telegraaf Media Groep
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, Tieto
Atal, Dom Development, Robyg	Archicom, Atal, Dom Development, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, Polnord, Robyg, Ronson, Vantage Development
Budimex, Erbud, Unibep	Budimex, Elektrobudowa, Elektrotim, Erbud, Herkules, Torpol, Trakcja, Ulma, Unibep, ZUE, Strabag, Porr, Hochtief, Bouygues, Salini, Astaldi, Mota Engil, Skanska, PEAB, NCC
Capital Park, Echo Investment, GTC	BBi Development, Capital Park, Echo Investment, GTC, P.A. Nova, PHN, Alstria Office, Atrium European RE, CA Immobilien, Deutsche Euroshop, DIC Asset, Immofinanz, Klepierre, Unibail-Rodamco, S Immo
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, Energia, 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, Swisscom, Talktalk Telecom, TDC, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpelcom, Vodafone Group
Elektrobudowa	Budimex, Elektrobudowa, Elektrotim, Erbud, Herkules, Torpol, Trakcja, Ulma, Unibep, ZUE, Strabag, Porr, Hochtief, Bouygues, Salini, Astaldi, Mota Engil, Skanska, PEAB, NCC, Siemens, Alstom, ABB, Schneider Electric
Eurocash	Carrefour, Dixy Group, Emperia, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Atlas Copco, 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, Emperia, Eurocash, Magnit, Tesco, X5
Kernel	Astarta, Avangardm IMC, MHP, Milkiland, Ovostar
Kęty	Alcoa, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Impexmetal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
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, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Megafon, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Swisscom, Talktalk Telecom, TDC, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpelcom, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Swisscom, TDC, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
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
Polwax	Alexandria Mineral Oils, Calumet Specialty Products, Ciech, Fuchs Petrolub, H&R, Moresco, Sasol
Skarbiec Holding	Aberdeen AM, Affiliated Managers, AllianceBernstein, Altus, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Henderson Group, Invesco, Investec, Janus Capital, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Quercus, Schroders, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Paged, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmorin, West Fraser
Synthos	Apar Industries, Ashi Kasei, BASF, Dow Chemical, Grand Pacific, Kumcho PetroChemical, Lanxess, Polyone, Synthomer, Trinseo, TSRC, UBE Industries, ZEON
TXM	Brown Group, Bytom, Citi Trends, Duluth, Express, Giordano, Monnari, Premier Inv, The Buckle, Vistula
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Priceline Group, Yahoo!, Yandex

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy

Agora

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-07-25	2017-01-27	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	15,28	12,90	10,65
WIG w dniu rekomendacji	61 828,39	55 560,23	47 900,66

Alior Bank

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-03-16	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	71,97	65,42	61,95
WIG w dniu rekomendacji	59 109,17	58 300,37	55 560,23

Alumetal

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-07-31	2017-04-28	2017-03-29
kurs z dnia rekomendacji	46,99	64,00	59,67
WIG w dniu rekomendacji	62 366,50	61 731,80	58 938,76

Amica

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-06-16
kurs z dnia rekomendacji	186,00
WIG w dniu rekomendacji	44 916,52

AmRest

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	redukuj
data wydania	2017-09-01	2017-01-27	2016-12-19	2016-09-16
kurs z dnia rekomendacji	357,00	347,00	287,70	252,00
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	55 560,23	51 115,26	47 198,39

Apator

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-07-31	2017-04-28	2016-11-28
kurs z dnia rekomendacji	31,29	35,05	27,96
WIG w dniu rekomendacji	62 366,50	61 731,80	48 579,08

Archicom

rekomendacja	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-01-10	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	15,24	15,24
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63	48 651,28

Asseco Poland

rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-08-30	2017-07-20	2017-04-27	2017-02-24	2016-12-19	2016-09-26
kurs z dnia rekomendacji	44,54	47,23	54,70	55,81	53,09	57,25
WIG w dniu rekomendacji	64 388,43	62 533,46	61 699,64	59 583,89	51 115,26	47 865,78

Atal

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	przeważaj
data wydania	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-10	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	40,40	40,00	34,89	27,77
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 181,96	59 287,92	48 651,28

BBI Development

rekomendacja	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2017-06-02	2017-01-10	2016-11-09
kurs z dnia rekomendacji	0,73	0,87	0,86
WIG w dniu rekomendacji	60 181,96	53 006,63	48 127,63

Boryszew

rekomendacja	niedoważaj
data wydania	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	11,20
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23

Budimex

rekomendacja	kupuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-07-24	2017-05-08	2017-01-27	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	229,50	275,65	217,00	207,00
WIG w dniu rekomendacji	61 979,52	61 831,40	55 560,23	47 900,66

Bytom

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	2,37
WIG w dniu rekomendacji	63 886,54

BZ WBK

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2017-09-01	2017-05-08	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	369,60	351,25	355,00
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 831,40	55 560,23

Capital Park

rekomendacja	kupuj
data wydania	2017-01-25
kurs z dnia rekomendacji	6,30
WIG w dniu rekomendacji	53 988,51

CCC

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	262,20	225,50	207,00
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	58 300,37	55 560,23

CD Projekt

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2017-09-01	2017-01-26
kurs z dnia rekomendacji	83,40	59,63
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	55 484,56

CEZ

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01	2016-12-06	2016-10-04
kurs z dnia rekomendacji	416,00 CZK	399,00 CZK	450,50 CZK	407,00 CZK	436,00 CZK
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 701,57	58 300,37	49 647,48	47 399,32

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-24	2017-01-27	2017-01-23	2016-11-16
kurs z dnia rekomendacji	62,73	69,69	81,00	69,03	62,70	60,85
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 181,96	59 093,68	55 560,23	53 573,28	47 579,82

Comarch

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-01	2016-12-19
kurs z dnia rekomendacji	195,00	223,00	204,80	172,40
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 181,96	58 300,37	51 115,26

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	redukuj	redukuj	redukuj
data wydania	2017-08-29	2017-01-27	2016-09-13
kurs z dnia rekomendacji	27,80	24,65	24,25
WIG w dniu rekomendacji	65 170,56	55 560,23	46 756,18

Dom Development

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-06-02	2017-05-12	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	82,25	76,10	70,20	64,94
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 181,96	61 598,78	55 560,23

Echo

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-07-03	2017-01-25
kurs z dnia rekomendacji	5,21	6,26	5,69
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 018,36	53 988,51

Elektrobudowa

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-05-08	2017-04-05	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	109,50	120,55	139,90	98,50
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 831,40	59 015,12	51 223,85

Elektrotim

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2017-03-06	2016-09-12
kurs z dnia rekomendacji	15,07	12,22
WIG w dniu rekomendacji	59 313,38	47 326,14

Elemental

rekomendacja	równoważ	przeważaj	zawieszona
data wydania	2017-08-31	2017-01-27	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	2,55	3,81	3,81
WIG w dniu rekomendacji	64 957,87	55 560,23	55 560,23

Enea

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	sprzedaż	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01	2017-01-27	2016-10-04
kurs z dnia rekomendacji	15,25	13,14	10,67	10,61	8,45
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 701,57	58 300,37	55 560,23	47 399,32

Energa

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-07-21	2017-06-27	2017-01-27	2016-12-06	2016-10-04
kurs z dnia rekomendacji	11,65	11,65	10,87	10,20	8,19	7,40
WIG w dniu rekomendacji	62 269,72	62 269,72	61 701,57	55 560,23	49 647,48	47 399,32

Erbud

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-05	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	26,00	31,50	32,98	29,50
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 181,96	59 015,12	55 560,23

Ergis

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-09-28
kurs z dnia rekomendacji	5,75
WIG w dniu rekomendacji	47 278,65

Erste Bank

rekomendacja	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-06-02	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	32,67	28,60
WIG w dniu rekomendacji	60 181,96	55 560,23

Eurocash

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-09-01	2017-01-27	2016-11-04	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	39,14	39,90	37,40	43,00
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	55 560,23	47 899,61	47 900,66

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	zawieszona
data wydania	2017-09-01	2017-07-20	2016-11-30
kurs z dnia rekomendacji	5,81	5,84	4,22
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	62 533,46	48 199,38

Forte

rekomendacja	niedoważaj
data wydania	2017-08-31
kurs z dnia rekomendacji	74,02
WIG w dniu rekomendacji	64 957,87

Getin Noble Bank

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	1,28	2,02	1,68
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	58 300,37	55 560,23

Gino Rossi

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	1,78
WIG w dniu rekomendacji	63 886,54

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2017-09-01	2017-08-02	2017-07-03	2017-06-23	2017-06-02	2017-01-26
kurs z dnia rekomendacji	68,90	72,08	63,30	67,50	63,01	70,41
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	62 800,96	61 018,36	60 987,33	60 181,96	55 484,56

GTC

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-08-02	2017-01-25	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	9,62	8,65	8,25
WIG w dniu rekomendacji	62 800,96	53 988,51	47 900,66

Handlowy

rekomendacja	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-01-27	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	79,48	78,08
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 900,66

Herkules

rekomendacja	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-06-02	2016-10-11
kurs z dnia rekomendacji	4,17	3,79
WIG w dniu rekomendacji	60 181,96	48 027,79

ING BSK

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2017-04-05	2017-03-01	2017-01-27	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	171,00	183,50	167,55	146,90
WIG w dniu rekomendacji	59 015,12	58 300,37	55 560,23	47 900,66

Jeronimo Martins

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2017-09-01	2017-05-08	2017-01-27	2016-12-06	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	16,76 EUR	17,09 EUR	15,66 EUR	14,67 EUR	16,01 EUR
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 831,40	55 560,23	49 647,48	47 900,66

JWC

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-11-09
kurs z dnia rekomendacji	4,50
WIG w dniu rekomendacji	48 127,63

Kernel

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-06-02	2017-01-27	2016-11-15
kurs z dnia rekomendacji	60,70	68,33	76,75	57,70
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 181,96	55 560,23	47 539,85

Kęty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-09-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	402,10	416,80
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	55 560,23

KGHM

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	zawieszona
data wydania	2017-09-01	2017-08-02	2017-07-03	2017-04-05	2017-03-02	2017-03-01	2017-01-27	2017-01-17	2016-12-06
kurs z dnia rekomendacji	126,10	121,00	110,65	120,10	131,50	129,00	122,05	110,00	91,84
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	62 800,96	61 018,36	59 015,12	59 646,29	58 300,37	55 560,23	53 706,41	49 647,48

Komerční Banka

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-01-27	2016-11-04	2016-09-29
kurs z dnia rekomendacji	966,50 CZK	892,60 CZK	891,50 CZK	834,90 CZK
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	55 560,23	47 899,61	47 317,71

Kruk

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2017-09-01	2017-05-08	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	340,95	293,85	249,15
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 831,40	55 560,23

Kruszwica

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-03-29
kurs z dnia rekomendacji	63,50
WIG w dniu rekomendacji	58 938,76

LC Corp

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2014-03-06
kurs z dnia rekomendacji	1,67
WIG w dniu rekomendacji	52 216,05

Lokum Deweloper

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	13,32
WIG w dniu rekomendacji	48 651,28

Lotos

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2017-09-01	2017-03-01	2016-12-20
kurs z dnia rekomendacji	58,86	48,63	40,40
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	58 300,37	51 129,31

LPP

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-09-01	2017-06-20	2017-04-05	2017-01-27	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	8696,65	6700,00	6635,25	5369,90	5615,00
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 048,15	59 015,12	55 560,23	47 899,61

Mangata

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-10-26
kurs z dnia rekomendacji	112,55
WIG w dniu rekomendacji	48 459,91

Millennium

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2017-05-08	2017-04-05	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	7,06	6,67	6,82	5,93
WIG w dniu rekomendacji	61 831,40	59 015,12	58 300,37	55 560,23

MOL

rekomendacja	trzymaj	redukuj
data wydania	2017-09-01	2016-12-20
kurs z dnia rekomendacji	23 820 HUF	20 620 HUF
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	51 129,31

Monnari

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	7,89
WIG w dniu rekomendacji	63 886,54

Netia

rekomendacja	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	3,90	4,58
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	55 560,23

Orange Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-06-30	2017-03-09	2017-01-27	2016-11-16
kurs z dnia rekomendacji	5,15	4,67	5,46	5,23
WIG w dniu rekomendacji	61 475,96	58 559,14	55 560,23	47 579,82

OTP Bank

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	10 445 HUF	8 450 HUF	8 950 HUF	7 498 HUF
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	58 300,37	55 560,23	47 900,66

PA Nova

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-09-12
kurs z dnia rekomendacji	25,89
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14

PBKM

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-04-05	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	54,50	60,50	53,95
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	59 015,12	51 223,85

Prime Car Management

rekomendacja	kupuj
data wydania	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	34,91
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23

Pekao

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-07-18	2017-07-03	2017-04-05	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	131,25	124,80	134,60	139,95	136,60
WIG w dniu rekomendacji	62 537,74	61 018,36	59 015,12	58 300,37	55 560,23

Pfleiderer Group

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-02-03
kurs z dnia rekomendacji	23,00
WIG w dniu rekomendacji	43 563,88

PGE

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2017-09-01	2017-08-02	2017-06-27	2016-10-04
kurs z dnia rekomendacji	14,27	13,29	12,29	10,18
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	62 800,96	61 701,57	47 399,32

PGNiG

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-08-02	2017-02-27
kurs z dnia rekomendacji	6,83	6,75	6,12
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	62 800,96	58 657,32

PKN Orlen

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2017-09-01	2016-12-20
kurs z dnia rekomendacji	117,90	87,17
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	51 129,31

PKO BP

rekomendacja	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	33,28	31,62
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	55 560,23

Polnord

rekomendacja	niedoważaj
data wydania	2017-05-16
kurs z dnia rekomendacji	10,00
WIG w dniu rekomendacji	61 795,32

Polwax

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-01-13
kurs z dnia rekomendacji	13,54	16,60
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	53 650,94

PZU

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-07-18	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	48,50	44,19	35,50
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	62 537,74	55 560,23

Robyg

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-05-12	2017-01-27	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	3,40	3,21	3,00	2,93
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 598,78	55 560,23	48 651,28

Ronson

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2017-03-06	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	1,80	1,34
WIG w dniu rekomendacji	59 313,38	48 651,28

Skarbiec Holding

rekomendacja	kupuj
data wydania	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	29,10
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23

Stelmet

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-07-17	2017-01-27	2017-01-12
kurs z dnia rekomendacji	22,20	22,51	32,30	31,00
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	62 127,72	55 560,23	53 709,33

Synthos

rekomendacja	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2017-09-01	2017-01-17	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	4,78	5,30	4,57
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	53 706,41	47 899,61

Tarczyński

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-05-31
kurs z dnia rekomendacji	11,20
WIG w dniu rekomendacji	60 344,58

Tauron

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-06-27	2017-04-05	2016-12-06	2016-10-04
kurs z dnia rekomendacji	3,92	3,65	3,35	2,66	2,55
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 701,57	59 015,12	49 647,48	47 399,32

Torpol

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-09-12
kurs z dnia rekomendacji	10,68
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14

Trakcja

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-09-12
kurs z dnia rekomendacji	11,80
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14

TXM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-06-08	2017-03-09
kurs z dnia rekomendacji	2,97	4,00	5,50
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 752,25	58 559,14

Ulma

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-12-12
kurs z dnia rekomendacji	63,50
WIG w dniu rekomendacji	50 693,75

Unibep

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27	2016-12-06	2016-11-04	2016-09-06
kurs z dnia rekomendacji	12,20	12,59	10,79	10,00	10,85	11,79
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	58 300,37	55 560,23	49 647,48	47 899,61	47 980,57

Vantage Development

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-01-10	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	3,30	2,79
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63	48 651,28

Vista!

rekomendacja	równoważ	zawieszona	trzymaj
data wydania	2017-01-27	2017-01-27	2016-11-25
kurs z dnia rekomendacji	9,00	9,00	9,90
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	55 560,23	48 824,83

Vistula

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	3,26
WIG w dniu rekomendacji	63 886,54

Wirtualna Polska

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-01-27	2016-11-18
kurs z dnia rekomendacji	47,89	56,60	54,00
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	55 560,23	46 910,91

Work Service

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2016-12-06
kurs z dnia rekomendacji	10,17
WIG w dniu rekomendacji	49 647,48

ZUE

rekomendacja	przeważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-04-12	2016-11-07	2016-09-12
kurs z dnia rekomendacji	12,35	8,55	8,19
WIG w dniu rekomendacji	58 510,03	47 610,85	47 326,14

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@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 Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

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

Anna Łagowska
+48 22 697 48 25
anna.lagowska@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

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

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 49 61
magdalena.bernacik@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
+48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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