

poniedziałek, 2 października 2017 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: październik 2017

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji. Dobre momentum makro w światowej gospodarce, napływ nowego kapitału do funduszy akcyjnych ETF i rosnąca relatywna atrakcyjność wycen spółek z EM vs. rynki rozwinięte powinny pozwolić MSCI EM (wsparcie dla WIG20) na kontynuację trendu wzrostowego w 4Q.

Ze spółek

Finanse

Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do banków bez ekspozycji na kredyty CHF. Uważamy, że szczególnie interesująco w tej grupie wygląda Alior Bank, Pekao a w regionie Komerční oraz OTP Bank. Z drugiej strony zalecamy redukowanie walerów PKO BP oraz Millennium, których wyceny naszym zdaniem, nie uwzględniają żadnych konsekwencji ustaw CHF.

Chemia

Spółki chemiczne korzystają z umocnienia USD. Przy dobrym otoczeniu gospodarczym producenci podwyższają ceny produktów (w ostatnim czasie wzrost notowań nawozów saletrzanych, butadienu, sody). Naszym zdaniem najbardziej atrakcyjny wydaje się Ciech.

Paliwa

Mocne marże rafinerijne we wrześniu (efekt huraganu Harvey) są argumentem do kolejnej podwyżki tegorocznych prognoz dla rafinerii, ale nie zmieniają naszego średnioterminowego negatywnego nastawienia do sektora. Preferujemy akcje PGNiG (liberalizacja rynku, arbitraż z Gazpromem, potencjalne akwizycje).

Energetyka

Rosnące ceny energii w Niemczech (napędzane CO₂ i węglem) powinny stanowić wsparcie dla akcji CEZ. W Polsce widzimy ryzyko kompresji marż na wytwarzaniu (koszty uprawnień i węgla nie są przenoszone 1:1) i dlatego preferujemy akcje Energi.

Telekomunikacja, media, IT

Po spadku i słabych wynikach 2Q'17 podwyższamy rekomendację dla CMR. Spółka jest naszym zdaniem bardziej atrakcyjna niż ACP. Wśród mniejszych podmiotów IT naszymi faworytami są: ASEE, ATD i WAS. Podtrzymujemy pozytywne podejście do OPL i negatywne do CPS. Potencjał do wzrostu mają także AGO i WPL.

Przemysł, metale

Bardzo słaby sezon wyników polskich spółek przemysłowych w 2Q'17 przełożył się na pogłębienie spadków cen akcji. Szansę na wzrost wartości spostrzegamy w EGS, FMF, KER, PFL oraz STL. Unikamy BRS, FTE oraz VTL. Umocnienie USD zwiększa ryzyko przedłużenia się korekty cen metali na październik.

Budownictwo

Po kolejnym miesiącu korekty, wycena spółek budowlanych spadła do P/E'17 ok. 11x oraz EV/EBITDA ok. 5,5x. Rekomendujemy kupno niezadłużonych spółek w ramach sektora, licząc na dobre wyniki 2H (UNI, ERB, ELB, BDZ).

Deweloperzy

Sezon wyników 1H'17 dowiódł, że nasze prognozy wyników sektora w '17-19 mogą być niedoszacowane, co dobrze rokuje wycenom, biorąc pod uwagę, że w większości spółek prognozujemy powyżej konsensusu.

Handel

Sprzyjające otoczenie makro powinno pozytywnie wpływać na sprzedaż spółek. Niższy r/r kurs USD/PLN w momencie zakupu kolekcji jesień-zima'17, powinien pozytywnie oddziaływać na rentowność spółek odzież.-obuwniczych w IX-XII'17. Atrakcyjne perspektywy wzrostu oferują EUR, EAT oraz CCC.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: CEZ, CIE, CMR, EAT, ECH, EGS, ENG, EUR, FMF, KER, KOMB.CP, LCC, PFL, PGN, PZU, ROB, STL, UNI

Negatywne: BRS, CPS, FTE, LTS, PKN, PKO, VTL

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	64 290	-1,1%	+24%
ATX	3 316	+2,6%	+29%
BUX	37 291	-2,1%	+17%
PX	1 045	+2,2%	+19%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 453	-2,0%	+28%
mWIG40	4 988	+1,6%	+21%
sWIG80	15 123	-2,7%	+8%
Banki	7 451	-2,1%	+19%
Budownictwo	3 126	-4,2%	+9%
Chemia	16 815	+9,4%	+22%
Energia	3 362	-4,7%	+32%
Górnictwo	4 597	-6,6%	+31%
Informatyka	2 095	-0,7%	-3%
Media	4 888	-5,5%	+7%
Nieruchomości	2 163	+0,7%	+18%
Odzież	7 070	-1,2%	+37%
Paliwa	7 996	+2,4%	+41%
Spożywczy	3 905	-6,0%	-6%
Telekomunikacja	745	-3,4%	+2%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
LC Corp	2,84	+40,6%	+50%
CD Projekt	116,25	+39,4%	+126%
Grupa Azoty	79,80	+15,8%	+29%
PBKM	63,00	+15,6%	+22%
Monnari	8,90	+14,1%	-11%
Polnord	8,61	-19,2%	+6%
Groclin	7,67	-20,8%	-49%
Work Service	6,25	-21,9%	-39%
PZ Cormay	2,10	-27,1%	+1%
Vistal	1,40	-76,3%	-83%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Agora	akumuluj ▼	18,80 PLN ►
CCC	akumuluj ►	308,00 PLN ▲
CD Projekt	sprzedaj ►	74,34 PLN ▲
CEZ	kupuj ▲	512,33 CZK ▲
Ciech	kupuj ►	79,54 PLN ▲
Comarch	akumuluj ▲	195,00 PLN ►
Echo Inv.	kupuj ►	6,42 PLN ▼
Enea	trzymaj ►	14,59 PLN ▼
Energia	akumuluj ▲	14,49 PLN ▲
Eurocash	kupuj ►	44,30 PLN ▼
Grupa Azoty	trzymaj ►	80,77 PLN ▲
KGHM	trzymaj ►	124,12 PLN ▼
Kruk	kupuj ▲	340,17 PLN ▲
Lotos	redukuj ►	51,61 PLN ▲
LPP	trzymaj ►	8400 PLN ▼
MOL	trzymaj ►	3077,00 HUF ▲
OTP Bank	akumuluj ▲	10901 HUF ►
PBKM	akumuluj ▼	66,30 PLN ▲
PGE	trzymaj ►	13,61 PLN ▼
PGNiG	akumuluj ►	7,73 PLN ▲
PKN Orlen	sprzedaj ►	86,55 PLN ▲
Synthos	trzymaj ►	4,62 PLN ▲
Tauron	trzymaj ►	3,64 PLN ▼

Spis treści

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

Dobre momentum makro, ponowny powrót na wokandę reformy podatkowej w USA, umocnienie USD i zbliżający się sezon wyników kwartalnych wzniosły S&P500 na nowe historyczne szczyty, a także wspierały indeksy europejskich rynków rozwiniętych (z DAX-em na czele). Napięcia polityczne mają wpływ na lokalne korekty indeksów. Po silnych wzrostach i odwróceniu się trendu na USD, w korektę weszły indeksy rynków wschodzących, co odczuł również WIG20. Do wszystkich akcyjnych ETF (globalnych i regionalnych) napływa nowy kapitał (+43 mld USD m/m). Nie widzimy przesłanek, żeby pozytywny sentyment do akcji miał się teraz odwrócić. Oczekujemy, że w 4Q pod wpływem danych makro, wyników spółek, a przede wszystkim atrakcyjności wskaźników wycen w relacji do rynków rozwiniętych, MSCI EM powróci do trendu wzrostowego (utrzymana korelacja WIG20). W krótkim okresie efekt umocnienia USD może być przeważający (korekta jeszcze się nie zakończyła). Przy założeniu pozytywnego scenariusza makro na 2018, okres publikacji wyników za 3Q powinien być dobrą okazją do zakupu małych i średnich spółek, które w kolejnych kwartałach powinny łączyć przenosić wyższe koszty na klientów.

Nadal dobre momentum w globalnym makro, pozytywny scenariusz dla akcji

Otoczenie makro dla rynku akcji pozostaje pozytywne, a możliwe wprowadzenie reformy podatkowej w USA (mimo niedawnych jeszcze wątpliwości związanych z odejściami ważnych doradców Trumpa) może jeszcze dodatkowo wzmocnić konsumpcję prywatną i stanowić „paliwo” dla utrzymywania się pozytywnego sentymentu. W drugiej połowie października w USA zaczyna się sezon raportowania wyników kwartalnych, które zwykle wspierały ceny akcji. Chińskie spółki przemysłowe w sierpniu osiągnęły 23% dynamikę wzrostu zysków – najwyższą od 2013 roku. Niemal codziennie pojawiają się informacje o kolejnych dużych transakcjach M&A – wspierających wyceny, a będących efektem taniego pieniądza i rekordowych poziomów wolnej gotówki w przedsiębiorstwach. Chociaż banki centralne są już o krok od rozpoczęcia zmniejszania bilansu, to jednak na razie efekt ten nie powinien „wykoleić” koniunktury.

Sierpniowe dane o inflacji w USA (CPI: 1,7% r/r, PPI: 2,4% r/r) były zbliżone do oczekiwań rynkowych, dlatego pewnym zaskoczeniem dla inwestorów był komunikat z posiedzenia FOMC, w którym nie zostały obniżone prognozy inflacji (czego oczekiwali inwestorzy). Podkreślono natomiast nietrwały charakter spadku inflacji w ostatnich miesiącach (narastające napięcie na rynku pracy). FED zgodnie z oczekiwaniami nie zmienił stóp procentowych, ale ogłosił, że od października zmniejszy skalę reinwestycji o 10 mld USD miesięcznie. Zmniejszanie bilansu banku będzie przebiegało zgodnie z określonym harmonogramem, w którym docelowo skala redukcji bilansu nie może przekroczyć 50 mld USD miesięcznie. Prawdopodobieństwo grudniowej podwyżki stóp procentowych wzrosło do 67%.

Bardziej jastrzębie nastawienie FED miało zasadniczy wpływ na odwrócenie się trendu na USD, który jak pokazał wrzesień nadal ma kluczowe znaczenie w krótkoterminowym postrzeganiu atrakcyjności aktywów z rynków wschodzących (spadek MSCI EM o 1% m/m vs. +1,5% m/m wzrost S&P500). Już kilka tygodni temu wskazywaliśmy na rekordowo dużą krótką pozycję na USD, posiedzenie FED było katalizatorem zmiany. Dalsze umacnianie się USD teoretycznie powinno oznaczać kontynuację korekty na EM. Naszym zdaniem, nie bez znaczenia jest tu jednak atrakcyjny poziom wycen akcji na rynkach wschodzących vs. akcje amerykańskie (P/E12M odpowiednio: 15,6x i 21,5x – istotnie większe dyskonto niż historyczne średnie). Po pierwszej negatywnej reakcji na aprecjacji USD uważamy, że pod wpływem danych makro i poprawy wyników spółek indeksy EM powrócą do trendu

wzrostowego. Relatywnie słabsze euro w stosunku do USD z jednej strony oznacza wzrost atrakcyjności akcji spółek europejskich (szczególnie spółek niemieckich przecenionych w ostatnim czasie vs. amerykańskie), a z drugiej daje większe pole manewru dla ECB. Najprawdopodobniej w październiku bank ogłosi plan zmniejszania swojego bilansu.

Sytuacja polityczna nadal głównym powodem korekt na rynkach

Napięta sytuacja na Półwyspie Koreańskim jest główną przyczyną korekt na głównych indeksach rynku akcji, przy czym ma to charakter lokalny (od wypowiedzi do wypowiedzi polityków), a w okresie ciszy medialnej indeksy szybko wracają do poprzednich poziomów notowań. Wybory parlamentarne w Niemczech, choć zaskakują nieco wynikiem wyborczym (lepszy wynik skrajnej prawicy, która uzyskała 13% poparcie), nie są zdarzeniem wpływającym na szeroki obraz rynków. Wprawdzie rozmowy o utworzeniu koalicji rządzącej będą trudne (żeby rząd Merkel nadal miał większość parlamentarną w jej skład muszą wejść oprócz CDU/CSU jeszcze „zieloni” i parta liberalna FDP), to jednak ciągłość linii rządzącej zostanie zachowana. Pod wpływem FDP nowy/stary rząd niemiecki będzie mniej skoncentrowany na pogłębieniu integracji europejskiej (wspólne instytucje: budżet, minister finansów) i mniej skłonny do stymulacji fiskalnej i ratowania ewentualnych bankrutów uniijnych (Grecja). Lokalnym punktem zapalnym jest również referendum w Katalonii, gdzie rząd hispański siłowo próbuje zablokować głosowanie.

Marazm na GPW, w tle: brak świeżego kapitału i duża podaż IPO/SPO/ABB, niepewna przyszłość OFE, presja na marże mimo dobrego makro

WIG20 jest nadal silnie skorelowany z indeksem MSCI EM. Warto zwrócić tu uwagę, że obecna korekta na indeksie nie jest potwierdzona przepływami w funduszach ETF. Jak podaje Bloomberg w ostatnim tygodniu do funduszy akcyjnych dedykowanych na EM napłynęło łącznie 0,4 mld USD, a w ciągu minionego miesiąca 5,1 mld USD. Wpisuje się to w ogólny trend dla całego spektrum equity (odpowiednio 4,0 i 43,4 mld USD). Naszym zdaniem, przy dobrym makro i „tanim pieniądzu” kapitał nadal będzie płynął do funduszy akcyjnych, w tym na EM. Zatem po lokalnej korekcie WIG20 powinien powrócić do trendu wzrostowego (mniejszy wpływ aprecjacji USD, większy wycen i makro). Przy relatywnie niskich obrotach na GPW uwaga inwestorów (również zagranicznych funduszy aktywnie zarządzanych) koncentruje się na spółkach z mWIG, który nadrabia performance w stosunku do WIG20 (silnie rosnącego w sierpniu). Brak nowego, lokalnego kapitału negatywnie odbija się na zachowaniu małych spółek (w okresie sierpień-wrzesień spadek o 3,6% w stosunku do +2,2% WIG20 i +0,6% mWIG). Jak podał portal Analizy Online w sierpniu o funduszy polskich akcji odpłynęło netto łącznie 187 mln PLN, z czego z funduszy MiŚ 79 mln PLN. Sentymentu nie poprawia również niepewna sytuacja dotycząca przyszłości OFE. Jeszcze kilka tygodni temu Premier Morawiecki informował o realizacji reformy systemu zakładającej zamianę OFE w TFI. Ostatnie doniesienia zaprzeczają temu (obecne *status quo* zostanie utrzymane w 2018, obawa o demontaż systemu w 2019). Wreszcie, oprócz braku lokalnego kapitału problemem małych spółek są często niestabilne wyniki finansowe. Szczególnie spółki przemysłowe odczuwają presję na wzrost kosztów osobowych i cen surowców, jednocześnie nie mogąc w krótkim czasie przenieść ich na klientów. Naszym zdaniem, efekt ten będzie stopniowo malał (przy dobrej koniunkturze, z opóźnieniem, ale spółki będą podnosiły ceny) jednak wyniki 3. kwartału nadal mogą rozczarowywać w tym segmencie rynku. Z drugiej strony nawet przy słabszych wynikach wyceny niektórych spółek przemysłowych wydają się atrakcyjne (nasze top-picks: Ergis, Pfeleiderer).

Michał Marczak

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

Sektory

Finanse

- Oczekujemy, że sentyment do banków z ekspozycją na kredyty CHF powinien się pogorszyć wraz z coraz bliższym terminem wprowadzenia ustaw CHF – Wsparcia Kredytobiorców Hipotecyjnych oraz Spredowej. Uważamy, że kalendarz wyborczy będzie wspierał inicjatywę ustawodawczą Prezydenta z nadciągającymi wyborami samorządowymi a następnie parlamentarnymi oraz prezydenckimi. Dodatkowo właśnie ze względu na kalendarz wyborczy oraz malejący z czasem wpływ ustawy wsparcia kredytobiorców na RZiS banków uważamy, że ustawa będzie obowiązywała aż do całkowitego przewalutowania ekspozycji CHF. W październiku oczekujemy kontynuacji prac komisji finansów nad ustawami oraz dalszego szumu medialnego wokół nich. Z banków z ekspozycją 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. Jednocześnie uważamy, że ostatnia przecena na walorach OTP Banku po wygaśnięciu lock-up'u w Groupama (posiadają 5% udziału) stwarza okazję inwestycyjną.
- **Kluczowe rekomendacje:** Alior Bank (kupuj), PZU (akumuluj), PKO BP (redukuje), Komercni Banka (akumuluj)

Chemia

- Po wyraźnej wakacyjnej przecenie europejskich spółek chemicznych umocnienie USD do EUR ponownie pozwala bardziej optymistycznie spojrzeć na wycenę sektora. Spółki chemiczne przy dobrym otoczeniu gospodarczym (poprawiające się obłożenie mocy produkcyjnych oraz wysokie wskaźniki PMI) mają możliwość podwyższania cen wyrobów (w ostatnim czasie wzrost notowań nawozów saletranych, butadienu, sody).
- Dobre otoczenie w chemii skłania nas do podwyższenia prognoz wyników i cen docelowych we wszystkich spółkach z sektora.
- Obecnie naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniany jest Ciech (wzrosty cen spotowych sody w Chinach przed okresem negocjacji cen na 2018 rok, możliwy wzrost eksportu sody do Chin po wyłączeniu szkodliwych dla środowiska instalacji, wysokie 94% obłożenie mocy produkcyjnych sody w Europie w 2017 roku). Neutralnie podchodzimy do wyceny Grupy Azoty oraz Synthos, ale warto zauważyć, że w obu przypadkach otoczenie pozytywnie wpływa na sentyment. W Grupie Azoty oczekujemy poprawy r/r wyników w dwóch najbliższych kwartałach, dodatkowo pozytywnie na sentyment wpływają obserwowane wzrosty cen nawozów saletranych w Europie. Synthos z kolei jest beneficjentem ograniczenia dostaw kauczuków naturalnych do Chin przez Indonezję, Malezję i Tajlandię oraz odbicia notowań butadienu w Azji.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj)

Paliwa

- Sentyment na rynku ropy znacząco się poprawił, co widać również na wzroście liczby spekulacyjnych pozycji netto na Nymex. Powodem większego optymizmu jest coraz bardziej zarysowujący się punkt przegięcia na liczbie aktywnych wiertni w USA, co przekładać się powinno na obniżanie prognoz wydobycia w 2018. Zapasy wróciły do trendu spadkowego, a dodatkowo rynek „wystraszył” się potencjalnego wstrzymania eksportu ropy z Kurdystanu.
- Marże rafinerijne już się normalizują po huraganie Harvey, ale jego pozytywny wpływ na wyniki rafinerii w 3Q będzie dość istotny (podnosimy tegoroczny strumień EBITDA LIFO w LTS, PKN i MOL średnio o 6%). W średnim terminie utrzymujemy nasze konserwatywne założenia dotyczące rentowności w segmencie przerobu ropy i w petrochemii.
- Ostatnie osłabienie kursu 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:** Lotos (redukuje), PGNiG (akumuluj), PKN Orlen (sprzedaj)

Energetyka

- Ceny energii w Niemczech zbliżają się już do 36 EUR/MWh, czemu sprzyjają wzrosty cen węgla w portach ARA (+16% od początku lipca) oraz poprawa sentymentu na rynku CO₂ (powyżej 7 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 12 października, a kwestia przyspieszenia procesu przenoszenia nadwyżki uprawnień do rezerwy została już uzgodniona na spotkaniu wrześnieiowym).
- W Polsce kontrakt roczny w tym otoczeniu zewnętrznym wzrósł tylko nieznacznie powyżej 167 PLN/MWh, tak więc nie tylko w pełni nie odzwierciedla rosnących kosztów CO₂, ale nie reaguje także na coraz konkretniejsze zapowiedzi podwyżek cen węgla na lokalnym rynku. Tymczasem powoli wkraczamy w okres wzmoczonej kontraktacji na przyszły rok i dlatego obniżyliśmy nasze prognozy średniej ceny w podstawie ze 166 PLN/MWh do niecałych 163 PLN/MWh, co przekłada się na prognozy w segmencie wytwarzania.
- Wszystko wskazuje na to, że rozstrzygnięcia w zakresie rynku mocy (konieczne dalsze konsultacje z KE) i projekt wsparcia kogeneracji (prezentacja systemu zniknęła ze stron ministerstwa) nie pojawią się wcześniej jesienią i tych pozytywnych katalizatorów należy oczekiwać raczej pod koniec roku.
- W ramach polskiego sektora energetycznego wyróżniamy Enerę (podnosimy rekomendację do akumuluj) z uwagi na brak ekspozycji na spadający clean dark spread i perspektywę poprawy rentowności w obrocie w 2018. Nadal utrzymujemy też pozytywną rekomendację dla CEZ w kontekście rosnących cen energii na rynku niemieckim.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (kupuj), Energa (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.
- Na rynku widać wprowadzenie agresywnej kampanii akwizycyjnej klientów przez T-Mobile. Cyfrowy Polsat pozostaje bierny w zakresie zdobywania nowych klientów. Orange Polska zmieniło podejście do akwizycji klienta – chce wiązać klientów ofertą konwergentną fixed + mobile *Orange Love* w miejsce kosztowych subsydiów.
- Orange Polska ogłosiło aktualizację planu długoterminowego do 2020 r. Do tego czasu spółka ma ambicję osiągnięcia pokrycia sieci światłowodową 5 mln gospodarstw domowych wobec 2 mln w 1H'17. Taki rozwój operatora i powodzenie oferty konwergentnej powinni brać pod uwagę pozostali uczestnicy rynku telekomunikacyjnego. Spodziewamy się połączenia graczy mobilnych i stacjonarnych lub partnerstw strategicznych o takim charakterze.
- W międzyczasie Play podpisał umowę o świadczenie usług mobilnych z UPC Polska (Play będzie pełnił rolę operatora infrastrukturalnego dla UPC Polska).
- W sektorze mediowym głośnym wydarzeniem była dezinvestycja kanału MetroTV przez Agorę. Na podobny ruch liczymy w przypadku Wirtualnej Polski.
- Rząd planuje kolejne ograniczenia reklamy, tym razem resort zdrowia proponuje, aby reklama piwa mogła być wyświetlana dopiero po 23:00, nie jak obecnie po 20:00.
- Kontrakcja IT od samorządów i szpitali ruszyła na trwałe. Pojawiają się pierwsze duże przetargi publicznej. Największe z nich to: przetarg na dostawę i wdrożenie systemu cyfrowej rejestracji przebiegu rozpraw sądowych w sądach powszechnych oraz przetarg na utrzymanie Kompleksowego Systemu Informatycznego w ZUS. W obu postępowaniach faworytem jest Comarch.
- Podkreślamy nasze pozytywne nastawienie do Atende, Wasko i Asseco South Eastern Europe.
- **Kluczowe rekomendacje:** Cyfrowy Polsat (redukuje), Comarch (akumuluj), Orange Polska (kupuj)

Przemysł, metale

- Bardzo słaby sezon wyników polskich spółek przemysłowych w 2Q'17 przełożył się na pogłębienie spadków cen akcji. Jak dotychczas żadna ze znajdujących się w naszym opracowaniu spółek nie zaskoczyła pozytywnie na wynikach, a 36% firm zaraportowało wyniki gorsze od oczekiwań. Słabe rezultaty powodują, że ceny akcji polskich spółek przemysłowych zachowują się wyraźnie słabiej od indeksów MSCI Industrials dla Europy i Świata.
- Naszym zdaniem mała poprawa wyników w 2Q'17 (dotychczas jedynie 27% spółek poprawiło r/r rezultaty), to efekt rosnących kosztów pracy i surowców oraz negatywnego wpływu umacniającej się PLN do walut obcych. Zauważamy również, że rynek zaczyna się osłabiać z dynamicznym wzrostem kosztów pracy także w 2018 roku.
- W bieżącym sezonie wyników ryzyko przeceny widzimy jeszcze w przypadku Mangata (ryzyko rewizji ambitnej prognozy Zarządu przez słabsze od oczekiwań wyniki Kuźni Polskiej, która posiada duży udział eksportu oraz eskpozycje na mało elastycznych cenowo producentów Automotive).

- Naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniane są: Ergis (spółka notowana z około 24-34% dyskontem do innych polskich spółek przemysłowych), Famur (wzrost cen węgla i surowców pozytywnie przekładać się będzie na inwestycje w sektorze wydobywczym), Kernel (wzrost arealu powinien 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; program motywacyjny Zarządu wspierać będzie notowania firmy w nadchodzących latach) oraz Stelmet (spadek wyników powinien wyhamować w 3Q'17; mocne umocnienie GBP do PLN w ostatnim miesiącu; sztormowa pogoda w Wielkiej Brytanii na jesieni 2017 roku).
- Najmniej atrakcyjne według nas są obecnie notowane Boryszew (spółka z 5-19% premią na wskaźniku EV/EBITDA do spółek porównywalnych), Forte (cena akcji z 7-65% premią do grupy porównawczej; na koniec roku zadłużenie netto do EBITDA wzrośnie do poziomu 3x) oraz Vistal (ryzyko znaczącego zmniejszenia skali prowadzonej działalności w kolejnych latach po odcięciu finansowania przez banki, ryzyko utraty płynności).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Boryszew (niedoważaj), Ergis (przeważaj), Famur (kupuj), Forte (niedoważaj), Kernel (akumuluj), Pfeiderer Group (przeważaj), Stelmet (kupuj), Vistal (niedoważaj)

Budownictwo

- We wrześniu korekta na spółkach budowlanych była kontynuowana, a spadek indeksu WIG-Budownictwo wyniósł ok. 6% m/m. Monitorowane przez nas spółki są wycenione na P/E'17: 11,1x oraz EV/EBITDA'17: 5,7x.
- W bieżącym przeglądzie miesięcznym nie dokonujemy zmiany w prognozach spółek z sektora. Liczymy na poprawę wyników spółek w drugiej połowie roku, pomimo obserwowanej presji płacowej i kosztowej.
- Uważamy, że spółki wyspecjalizowane w budownictwie kubaturowym stanowią relatywnie najbezpieczniejszą ekspozycję w ramach sektora (Unibep, Erbud). Wśród spółek budownictwa kolejowego preferujemy Torpol, a wśród spółek budownictwa elektroenergetycznego Elektrobudowę.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Budimex, (kupuj), Unibep (kupuj), Erbud (kupuj), Torpol (przeważaj)

Deweloperzy

- Branża nieruchomościowa zaprezentowała wyższe od oczekiwań wyniki za 2Q'17 (poprawa marż). Rokowania na drugą połowę roku są bardzo dobre. Uważamy, że większość spółek z sektora jest w stanie przebić rynkowy konsensus w tym roku i jest na dobrej drodze, by przekroczyć konsensus również w 2018 r.
- Na początku października spodziewamy się publikacji dobrych danych o sprzedaży mieszkań w 3Q, które będą stanowić wsparcie naszych rekomendacji.
- W bieżącym przeglądzie miesięcznym podnosimy prognozy ZN Echo o średnio 28% w horyzoncie '17-19, podtrzymując rekomendację kupuj.
- Zwracamy uwagę na Capital Park, w przypadku którego zaczyna materializować się nasz scenariusz inwestycyjny, nakreślony w styczniowym raporcie.
- W segmencie mieszkaniowym obecnie najtańszymi spółkami są według nas LC Corp, Lokum, Archicom i Robyg.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Atal, (akumuluj), Dom Development (kupuj), Robyg, (kupuj), Echo Investment (kupuj), LC Corp (kupuj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj)

Handel

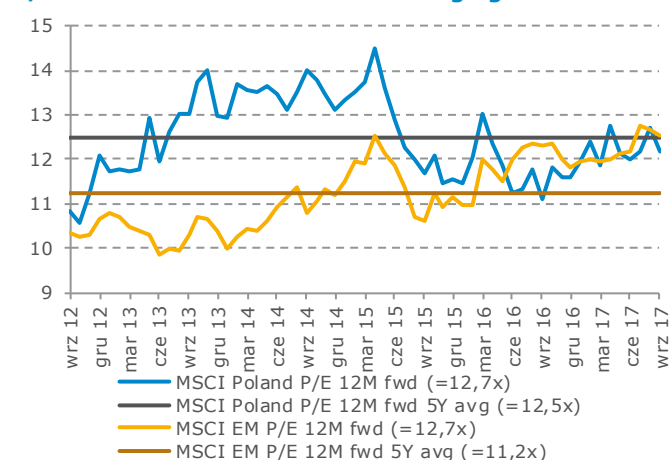
- Deprecjacja USDPLN r/r w okresie VI-VII powinna pozytywnie wpłynąć na koszty zakupu kolekcji jesień-zima'17 w spółkach odzieżowych i obuwniczych. Największymi beneficjentami powinny być: LPP oraz Monnari (około 85% COGS rozliczane w USD), CCC (około 50% COGS) oraz Vistula i Bytom (około 30% COGS). Pozytywny wpływ na rentowność sprzedaży powinien być widoczny w okresie IX-XII'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.
- Istotny wzrost sprzedaży porównywalnej w 3Q'17 w CCC oraz LPP połączone z szacowanym utrzymaniem marży brutto na sprzedaży r/r, powinno pozytywnie wpłynąć na rezultaty spółek w 3Q'17. W 4Q'17 oczekujemy utrzymania pozytywnych trendów w sprzedaży porównywalnej oraz poprawy rentowności sprzedaży r/r (zakup kolekcji po niższym r/r kursie USDPLN).
- Spółka zaraportowała dobre wyniki 2Q'17, gdzie odnotowano: i) poprawę EBITDA na podstawowych rynkach; ii) zmniejszenie skali strat na rynku niemieckim oraz iii) istotną poprawę rentowności EBITDA na rynku chińskim. Zgodnie z komentarzem Zarządu, celem spółki jest wypracowanie wyniku EBITDA'17 na rynku niemieckim w okolicach zera, co oznacza istotną poprawę EBITDA dywizji w 2H'17. Biorąc pod uwagę atrakcyjny profil wzrostu rezultatów spółki, uważamy naszą rekomendację za aktualną.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AmRest (kupuj), Eurocash (kupuj), CCC (akumuluj)

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

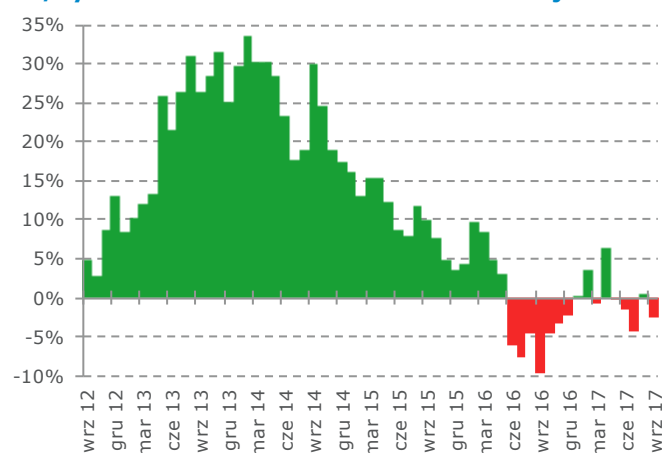
wrz 16=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
paź 16	+2%	-1%	-1%	+0%	-0%	+0%	-2%	-9%	-2%	+0%	-5%	+0%	-1%	+0%	+58%	+0%
lis 16	+5%	-1%	-1%	+0%	-0%	+0%	-1%	-9%	-3%	+0%	-5%	-14%	-3%	+0%	+107%	+0%
gru 16	+10%	-1%	+1%	+0%	+4%	+0%	-2%	-9%	-1%	+0%	-8%	-14%	-4%	+0%	+166%	+0%
sty 17	+10%	-0%	+2%	-0%	+6%	+7%	-3%	-9%	-2%	+0%	-6%	-18%	-1%	+17%	+162%	+0%
lut 17	+12%	+1%	+4%	-0%	+15%	+13%	-2%	-9%	-6%	-4%	-7%	-18%	-9%	+17%	+164%	+0%
mar 17	+14%	+3%	+4%	+2%	+15%	+13%	-4%	-9%	-6%	-4%	-11%	-20%	-9%	+17%	+216%	+16%
kwi 17	+17%	+3%	+5%	+2%	+25%	+13%	-1%	-9%	-6%	-4%	-15%	-20%	+7%	+17%	+201%	+16%
maj 17	+18%	+2%	+4%	+2%	+29%	+13%	+1%	-9%	-7%	-4%	-15%	-20%	+6%	+17%	+209%	+16%
cze 17	+20%	+8%	+7%	+2%	+33%	+13%	+6%	+28%	-8%	-8%	-21%	-17%	+7%	+26%	+197%	+16%
lip 17	+22%	+9%	+8%	+3%	+41%	+13%	+8%	+30%	-10%	-8%	-7%	-18%	+10%	+26%	+183%	+16%
sie 17	+22%	+19%	+10%	+8%	+39%	+67%	+12%	+52%	-9%	-30%	-9%	-10%	+10%	+26%	+182%	-39%
wrz 17	+24%	+22%	+10%	+8%	+48%	+81%	+15%	+51%	-12%	-22%	-3%	-10%	+12%	+29%	+178%	-42%

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

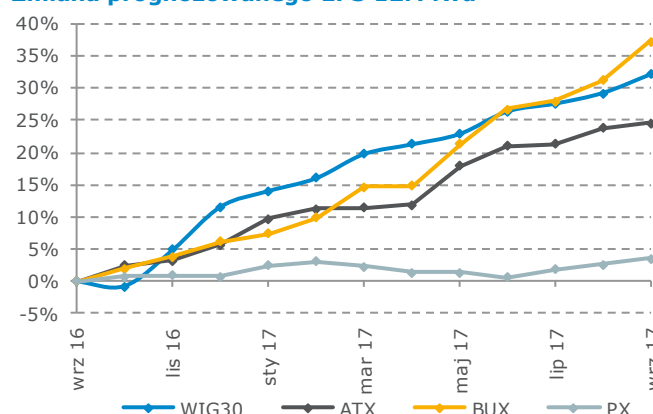
P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets oraz premia/dyskonto wskaźnika dla Polski wobec krajów EM



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

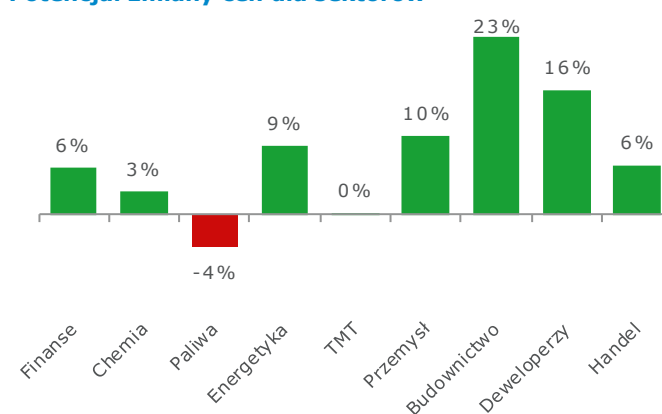


Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



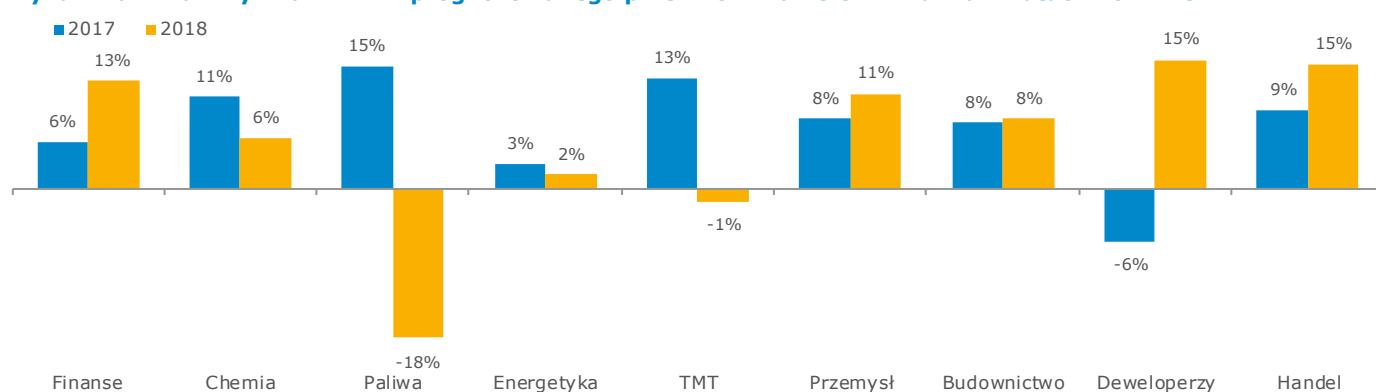
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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	77,35	+16,4%	-16%	+14%	+7%				9
BZ WBK	akumuluj	400,10	2	11	7	367,51	+8,9%	+8%	+12%	+14%				16
Getin Noble Bank	trzymaj	1,27	0	5	5	1,25	+1,9%	+1%	-45%	-11%				6
Handlowy	akumuluj	85,00	5	5	2	73,61	+15,5%	+8%	+15%	-				10
ING BSK	redukuj	152,39	5	4	4	194,21	-21,5%	+2%	+0%	-				8
Millennium	sprzedaj	5,81	1	5	8	7,52	-22,7%	-3%	-3%	-				8
Pekao	akumuluj	145,42	11	10	4	138,97	+4,6%	+6%	+4%	+12%				19
PKO BP	redukuj	31,20	1	10	11	33,28	-6,3%	+0%	-0%	-				16
Komercni Banka	akumuluj	1 111,0	7	9	1	1 034,2	+7,4%	+10%	+12%	+27%				7
Erste Bank	trzymaj	35,98	11	12	2	37,58	-4,3%	+2%	+8%	-				17
OTP Bank	akumuluj	10 901	6	10	3	10 058	+8,4%	+7%	+1%	+1%				17
PZU	akumuluj	51,83	7	4	2	49,23	+5,3%	-4%	+1%	+4%				9
Kruk	kupuj	340,17	5	3	2	333,85	+1,9%	+6%	+7%	+7%				9
Prime Car Management	kupuj	46,43	1	1	0	36,70	+26,5%	+1%	+2%	-1%				2
Skarbiec Holding	kupuj	46,28	3	0	0	35,10	+31,9%	+4%	+36%	+41%				2
Chemia														
Ciech	kupuj	79,54	4	4	3	67,01	+18,7%	-9%	+16%	+3%	-2%	+12%	+3%	8
Grupa Azoty	trzymaj	80,77	5	3	2	74,39	+8,6%	-4%	-3%	-32%	-4%	+0%	-12%	9
Polwax	kupuj	20,53	2	0	0	20,53	+0,0%	+4%	+5%	+21%	+2%	+3%	+20%	2
Synthos	trzymaj	4,62	2	2	5	4,95	-6,7%	-9%	-12%	-15%	-12%	-0%	-7%	6
Paliwa														
Lotos	redukuj	51,61	7	5	1	58,12	-11,2%	+4%	-26%	-42%	+4%	-11%	-10%	8
MOL	trzymaj	3 077,0	8	4	0	3 099,1	-0,7%	+18%	-19%	-31%	+4%	-13%	-15%	6
PGNiG	akumuluj	7,73	5	4	2	7,18	+7,6%	+4%	+8%	+9%	+1%	+5%	+5%	6
PKN Orlen	sprzedaj	86,55	3	6	11	103,46	-16,3%	+17%	-33%	-44%	+14%	-22%	-24%	14
Energetyka														
CEZ	kupuj	512,33	8	8	7	464,64	+10,3%	+4%	+16%	+38%	+3%	+9%	+11%	11
Enea	trzymaj	14,59	2	6	3	14,39	+1,4%	+3%	-8%	-27%	+5%	+3%	-9%	7
Energia	akumuluj	14,49	3	7	2	13,86	+4,5%	+5%	-3%	+1%	-2%	-4%	-2%	8
PGE	trzymaj	13,61	4	7	5	14,00	-2,8%	+59%	+21%	-8%	+16%	+6%	-6%	10
Tauron	trzymaj	3,64	2	5	7	3,39	+7,4%	+26%	+19%	-10%	+3%	-0%	-4%	8
TMT														
Netia	trzymaj	4,00	0	8	2	4,10	-2,5%	+68%	+45%	+15%	-2%	-5%	-7%	7
Orange Polska	kupuj	7,10	7	6	7	5,72	+24,2%	-	+407%	+80%	+2%	+1%	+2%	13
Agora	akumuluj	18,80	4	3	0	15,67	+20,0%	-79%	+21%	+2%	-1%	+0%	-1%	6
Cyfrowy Polsat	redukuj	24,40	9	7	1	28,23	-13,6%	-5%	-2%	+4%	-0%	-1%	+0%	13
Wirtualna Polska	akumuluj	53,00	5	2	0	57,27	-7,5%	-7%	-7%	-7%	-1%	+2%	+2%	3
Asseco Poland	trzymaj	44,00	3	7	1	52,15	-15,6%	-27%	-18%	-11%	-37%	-33%	-26%	8
CD Projekt	sprzedaj	74,34	5	1	2	100,13	-25,8%	-9%	-66%	+25%	-8%	-68%	+11%	8
Comarch	akumuluj	195,00	3	3	1	211,12	-7,6%	-3%	-7%	-13%	-3%	-6%	-11%	6
Przemysł														
Alumetal	równoważ	-	2	3	0	57,03	-	-3%	-6%	-	-0%	-2%	-	5
Amica	równoważ	-	1	1	0	205,00	-	+43%	+4%	-	-1%	-2%	-	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	7,42	-7,8%	-1%	+2%	+1%	-15%	-6%	-8%	3
Forte	niedoważaj	-	3	3	0	83,50	-	-16%	-13%	-	-6%	-11%	-	5
Kemel	akumuluj	71,74	5	4	0	74,50	-3,7%	+16%	+10%	+8%	+4%	+2%	+0%	4
Kęty	trzymaj	414,09	3	6	2	413,53	+0,1%	+3%	+9%	+4%	+3%	+8%	+4%	6
Pfleiderer Group	przeważaj	-	3	1	1	48,64	-	+37%	+24%	-	+2%	+2%	-	6
KGHM	trzymaj	124,12	4	7	8	122,38	+1,4%	-25%	-3%	+5%	-3%	-8%	-3%	14
Budownictwo														
Budimex	kupuj	267,00	2	4	2	213,14	+25,3%	+10%	+9%	+6%	+12%	+10%	+9%	4
Elektrobudowa	kupuj	134,00	2	2	0	127,70	+4,9%	+4%	-3%	+0%	-6%	-10%	-0%	2
Erbud	kupuj	31,30	2	2	0	30,90	+1,3%	+10%	+4%	+3%	+4%	+1%	+2%	3
Unibep	kupuj	15,40	2	2	0	13,40	+14,9%	+13%	+20%	+28%	+15%	+26%	+31%	3
Torpol	przeważaj	-	2	0	0	16,27	-	-90%	-6%	+11%	-0%	+2%	+11%	5
Trakcja	równoważ	-	5	1	1	14,43	-	-11%	+0%	-23%	-4%	+1%	-11%	5
Deweloperzy														
Atal	akumuluj	45,00	2	1	0	45,00	+0,0%	+1%	+11%	+5%	+2%	+9%	+2%	3
Capital Park	kupuj	8,09	2	1	0	7,80	+3,7%	-64%	+26%	+85%	-67%	+14%	+48%	2
Dom Development	kupuj	101,10	5	2	1	80,37	+25,8%	+8%	+10%	+25%	+5%	+7%	+18%	6
Echo	kupuj	6,42	2	2	1	5,41	+18,6%	+37%	+43%	+23%	-1%	+40%	+69%	3
GTC	trzymaj	9,59	8	3	1	9,46	+1,4%	+55%	+3%	+3%	+36%	+9%	+19%	4
Robyg	kupuj	4,25	5	1	1	3,73	+14,1%	+5%	-6%	+16%	+6%	-6%	+11%	3
LC Corp	kupuj	3,54	3	0	0	3,07	+15,3%	+0%	-0%	+6%	+0%	+0%	-	1
Polnord	niedoważaj	-	1	1	0	11,40	-	+96%	-1%	-4%	+6%	-7%	-2%	2
Ronson	niedoważaj	-	1	2	1	1,75	-	+30%	+8%	+26%	+17%	+9%	+63%	2
Handel														
AmRest	kupuj	422,00	5	3	2	374,49	+12,7%	-11%	+5%	+4%	-3%	+3%	+5%	10
CCC	akumuluj	308,00	6	7	3	251,09	+22,7%	+3%	+13%	+19%	+8%	+12%	+17%	9
Eurocash	kupuj	44,30	10	6	4	37,70	+17,5%	-29%	+21%	+23%	-16%	+12%	+16%	16
Jeronimo Martins	trzymaj	17,10	9	13	8	16,61	+3,0%	-5%	-4%	-4%	-2%	-5%	-5%	24
LPP	trzymaj	8 400,0	3	4	11	6 472,2	+29,8%	+21%	+17%	+32%	+6%	+2%	+11%	14
Bytom	równoważ	-	1	1	0	2,60	-	-10%	-1%	+5%	-6%	-1%	+1%	2
Gino Rossi	przeważaj	-	3	1	0	3,10	-	+4%	+11%	+20%	-1%	+3%	+9%	4
Monnari	przeważaj	-	3	1	0	10,00	-	+10%	+19%	+17%	+9%	+14%	+12%	2
Vistula	przeważaj	-	3	1	1	3,17	-	+3%	+3%	-1%	+6%	+6%	+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						+6,1%	14,5	12,3		
Alior Bank	kupuj	2017-03-16	71,97	90,00	68,49	+31,4%	21,8	10,3		
BZ WBK	akumuluj	2017-09-01	369,60	400,10	349,30	+14,5%	14,9	12,8		
Getin Noble Bank	trzymaj	2017-09-01	1,28	1,27	1,45	-12,4%	-	20,0		
Handlowy	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	69,10	+23,0%	16,3	12,8		
ING BSK	redukuj	2017-04-05	171,00	152,39	204,50	-25,5%	18,2	16,1		
Millennium	sprzedaj	2017-05-08	7,06	5,81	7,01	-17,1%	13,4	11,8		
Pekao	akumuluj	2017-07-18	131,25	145,42	128,00	+13,6%	14,4	13,7		
PKO BP	redukuj	2017-03-01	33,28	31,20	35,33	-11,7%	15,0	13,3		
Komercni Banka	akumuluj	2017-09-01	966,50	1 111 CZK	960,00	+15,7%	12,7	12,3		
Erste Bank	trzymaj	2017-09-01	35,50	35,98 EUR	36,55	-1,5%	12,7	11,3		
OTP Bank	akumuluj	2017-10-02	9 895	10 901 HUF	9 895	+10,2%	10,6	10,8		
PZU	akumuluj	2017-09-01	48,50	51,83	46,00	+12,7%	14,7	12,2		
Kruk	kupuj	2017-10-02	293,45	340,17	293,45	+15,9%	17,1	14,9		
Prime Car Management	kupuj	2017-01-27	34,91	46,43	29,90	+55,3%	8,7	7,8		
Skarbiec Holding	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	30,10	+53,8%	7,6	6,6		
Chemia						+3,0%	11,6	14,5	6,9	7,2
Ciech	kupuj	2017-10-02	65,16	79,54	65,16	+22,1%	9,7	12,5	5,9	6,6
Grupa Azoty	trzymaj	2017-10-02	79,80	80,77	79,80	+1,2%	16,7	18,3	7,9	7,8
Polwax	kupuj	2017-09-01	13,54	20,53	12,07	+70,1%	6,1	5,8	4,6	6,1
Synthos	trzymaj	2017-10-02	5,14	4,62	5,14	-10,1%	13,6	16,5	10,7	10,4
Paliwa						-3,9%	9,3	12,6	5,3	5,9
Lotos	redukuj	2017-10-02	59,75	51,61	59,75	-13,6%	9,7	13,8	5,8	6,5
MOL	trzymaj	2017-10-02	3 000	3 077 HUF	3 000	+2,6%	8,5	11,4	4,9	5,4
PGNiG	akumuluj	2017-10-02	6,79	7,73	6,79	+13,8%	11,2	10,0	5,1	4,5
PKN Orlen	sprzedaj	2017-10-02	121,70	86,55	121,70	-28,9%	8,9	18,1	5,6	8,8
Energetyka						+9,1%	6,3	6,6	5,0	4,7
CEZ	kupuj	2017-10-02	441,30	512,33 CZK	441,30	+16,1%	12,9	14,7	7,1	7,0
Enea	trzymaj	2017-10-02	14,80	14,59	14,80	-1,4%	6,3	5,9	5,1	4,4
Energa	akumuluj	2017-10-02	11,65	14,49	13,40	+8,1%	7,7	7,2	5,0	4,7
PGE	trzymaj	2017-10-02	13,30	13,61	13,30	+2,3%	6,0	6,6	4,5	4,4
Tauron	trzymaj	2017-10-02	3,75	3,64	3,75	-2,9%	4,3	4,9	4,4	4,9
Telekomunikacja, media, IT						+0,2%	24,4	18,4	7,6	7,2
Netia	trzymaj	2017-09-01	3,90	4,00	3,82	+4,7%	-	-	4,2	4,9
Orange Polska	kupuj	2017-06-30	5,15	7,10	5,29	+34,2%	90,4	41,4	4,5	4,6
Agora	akumuluj	2017-10-02	17,10	18,80	17,10	+9,9%	537,2	51,2	7,0	6,7
Cyfrowy Polsat	redukuj	2017-08-29	27,80	24,40	25,95	-6,0%	15,7	13,4	7,6	7,3
Wirtualna Polska	akumuluj	2017-09-01	47,89	53,00	45,00	+17,8%	24,4	18,4	11,3	9,2
Asseco Poland	trzymaj	2017-08-30	44,54	44,00	46,29	-4,9%	15,5	15,4		
CD Projekt	sprzedaj	2017-10-02	116,25	74,34	116,25	-36,1%	56,6	117,1	44,8	91,4
Comarch	akumuluj	2017-10-02	178,50	195,00	178,50	+9,2%	15,7	15,2	8,0	7,2
Przemysł, metale						+10,1%	15,2	13,2	9,8	7,4
Famur	kupuj	2017-09-01	5,81	6,84	6,08	+12,5%	28,1	18,8	11,3	7,4
Kemel	akumuluj	2017-09-01	60,70	71,74	55,64	+28,9%	5,3	5,3	4,5	4,1
Kęty	trzymaj	2017-09-01	402,10	414,09	402,55	+2,9%	15,2	13,2	9,8	8,7
KGHM	trzymaj	2017-10-02	117,40	124,12	117,40	+5,7%	13,4	8,6	5,5	5,3
Stelmet	kupuj	2017-09-01	22,20	28,94	21,50	+34,6%	24,6	13,3	13,3	8,2
Budownictwo						+22,8%	10,3	10,6	5,3	5,7
Budimex	kupuj	2017-07-24	229,50	267,00	219,00	+21,9%	12,3	12,7	5,3	5,9
Elektrobudowa	kupuj	2017-09-01	109,50	134,00	102,75	+30,4%	9,9	10,4	5,4	5,6
Erbud	kupuj	2017-09-01	26,00	31,30	27,01	+15,9%	10,7	10,7	4,6	5,0
Unibep	kupuj	2017-09-01	12,20	15,40	11,90	+29,4%	9,7	8,8	6,7	5,8
Deweloperzy						+15,9%	9,5	7,7	10,5	9,0
Atal	akumuluj	2017-09-01	40,40	45,00	43,40	+3,7%	9,2	8,8	8,0	8,0
Capital Park	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	5,49	+47,4%	39,2	7,2	115,7	13,4
Dom Development	kupuj	2017-09-01	82,25	101,10	84,79	+19,2%	10,9	9,0	8,7	7,2
Echo	kupuj	2017-10-02	5,19	6,42	5,19	+23,7%	9,5	7,7	11,6	9,9
GTC	trzymaj	2017-08-02	9,62	9,59	9,43	+1,7%	8,2	12,0	10,5	14,8
LC Corp	kupuj	2017-09-26	2,69	3,54	2,84	+24,6%	10,6	6,7	14,2	9,0
Robyg	kupuj	2017-09-01	3,40	4,25	3,34	+27,2%	9,5	6,7	7,0	5,8
Handel						+6,2%	39,1	22,2	16,1	10,3
AmRest	kupuj	2017-09-01	357,00	422,00	363,00	+16,3%	41,2	25,9	13,9	10,3
CCC	akumuluj	2017-10-02	276,00	308,00	276,00	+11,6%	34,0	22,2	20,3	14,6
Eurocash	kupuj	2017-10-02	38,62	44,30	38,62	+14,7%	45,1	18,1	16,1	9,5
Jeronimo Martins	trzymaj	2017-09-01	16,76	17,10 EUR	16,69	+2,5%	25,6	23,1	11,3	10,3
LPP	trzymaj	2017-10-02	8 172	8 400	8 172	+2,8%	39,1	22,2	19,1	12,9
TXM	kupuj	2017-09-01	2,97	6,10	2,77	+120,2%	-	8,6	-	4,7
Inne						+5,2%	12,0	10,5	7,5	6,8
PBKM	akumuluj	2017-10-02	63,00	66,30	63,00	+5,2%	12,0	10,5	7,5	6,8

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	11,3	8,3	7,3
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	50,50	+7,5%	13,6	11,3	9,8	8,3
Amica	równoważ	2016-06-16	186,00	153,05	-17,7%	7,4	9,5	6,3	6,1
Apator	równoważ	2017-07-31	31,29	31,00	-0,9%	13,9	12,2	8,8	8,0
Boryszew	niedoważaj	2017-01-27	11,20	10,00	-10,7%	12,4	11,9	8,3	7,9
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	2,45	-3,9%	9,9	8,0	8,4	6,8
Ergis	przeważaj	2016-09-28	5,75	5,71	-0,7%	8,5	8,2	5,6	5,3
Forte	niedoważaj	2017-08-31	74,02	72,75	-1,7%	19,3	15,7	14,3	12,1
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	72,75	+14,6%	27,9	21,8	14,2	11,8
Mangata	równoważ	2016-10-26	112,55	96,30	-14,4%	12,5	11,1	7,2	6,6
Pfleiderer Group	przeważaj	2016-02-03	23,00	44,00	+91,3%	16,5	13,2	5,6	5,1
Tarczyński	równoważ	2017-05-31	11,20	9,78	-12,7%	11,7	10,8	5,8	5,5
Vistal	niedoważaj	2017-09-11	5,10	1,40	-72,5%	-	-	-	22,4
Budownictwo						15,0	11,9	6,3	5,9
Elektrotim	równoważ	2017-09-14	11,98	10,15	-15,3%	10,7	13,2	6,3	7,4
Herkules	przeważaj	2017-06-02	4,17	3,75	-10,1%	11,0	9,4	6,0	5,5
Torpol	przeważaj	2017-09-14	12,05	11,75	-2,5%	867,9	11,4	12,7	5,5
Trakcja	równoważ	2017-09-14	12,80	11,75	-8,2%	15,0	11,0	7,3	6,3
Ulma	równoważ	2016-12-12	63,50	74,00	+16,5%	18,3	12,4	4,2	3,5
ZUE	niedoważaj	2017-09-14	9,20	8,99	-2,3%	-	24,0	-	10,4
Deweloperzy						8,6	7,9	11,4	8,3
Archicom	przeważaj	2017-01-10	15,24	14,70	-3,5%	8,3	6,3	7,5	6,1
BBI Development	równoważ	2017-06-02	0,73	0,79	+8,2%	-	9,1	74,1	7,3
JWC	równoważ	2016-11-09	4,50	4,66	+3,6%	6,7	5,6	6,9	5,6
Lokum Deweloper	przeważaj	2017-09-14	16,30	16,40	+0,6%	7,2	5,2	6,6	4,8
PA Nova	równoważ	2016-09-12	25,89	24,70	-4,6%	8,6	9,6	11,3	12,1
Polnord	niedoważaj	2017-05-16	10,00	8,61	-13,9%	12,9	12,0	43,6	24,3
Ronson	niedoważaj	2017-03-06	1,80	1,64	-8,9%	17,6	17,2	19,2	18,0
Vantage Development	równoważ	2017-01-10	3,30	3,69	+11,8%	8,7	6,7	11,5	9,3
Handel						14,9	12,1	8,8	7,2
Bytom	równoważ	2017-09-13	2,67	2,80	+4,9%	17,5	13,7	11,6	9,4
Gino Rossi	przeważaj	2017-08-25	1,78	1,50	-15,7%	9,0	5,9	5,7	4,5
Monnari	przeważaj	2017-09-13	8,93	8,90	-0,3%	14,6	10,4	7,7	5,5
Vistula	przeważaj	2017-08-25	3,26	3,60	+10,4%	15,2	13,8	9,9	8,9

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

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
Bytom	równoważ	przeważaj	-	2017-09-13
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
Elektrotim	równoważ	niedoważaj	-	2017-09-14
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
Erste Bank	trzymaj	akumuluj	35,98 EUR	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
LC Corp	kupuj	przeważaj	3,54 PLN	2017-09-26
Lokum Deweloper	przeważaj	przeważaj	-	2017-09-14
Lotos	sprzedaj	sprzedaj	48,25 PLN	2017-09-01
LPP	trzymaj	akumuluj	8800,00 PLN	2017-09-01
MOL	trzymaj	redukuj	2865,00 HUF	2017-09-01
Monnari	przeważaj	równoważ	-	2017-09-13
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
Torpol	przeważaj	przeważaj	-	2017-09-14
Trakcja	równoważ	przeważaj	-	2017-09-14
TXM	kupuj	kupuj	6,10 PLN	2017-09-01
Unibep	kupuj	akumuluj	15,40 PLN	2017-09-01
Vistal	niedoważaj	równoważ	-	2017-09-11
Wirtualna Polska	akumuluj	akumuluj	53,00 PLN	2017-09-01
ZUE	niedoważaj	przeważaj	-	2017-09-14

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Agora	akumuluj	kupuj	18,80 PLN	2017-10-02
CCC	akumuluj	akumuluj	308,00 PLN	2017-10-02
CD Projekt	sprzedaj	sprzedaj	74,34 PLN	2017-10-02
CEZ	kupuj	akumuluj	512,33 CZK	2017-10-02
Ciech	kupuj	kupuj	79,54 PLN	2017-10-02
Comarch	akumuluj	trzymaj	195,00 PLN	2017-10-02
Echo	kupuj	kupuj	6,42 PLN	2017-10-02
Enea	trzymaj	trzymaj	14,59 PLN	2017-10-02
Energa	akumuluj	trzymaj	14,49 PLN	2017-10-02
Eurocash	kupuj	kupuj	44,30 PLN	2017-10-02
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	80,77 PLN	2017-10-02
KGHM	trzymaj	trzymaj	124,12 PLN	2017-10-02
Kruk	kupuj	redukuj	340,17 PLN	2017-10-02
Lotos	redukuj	sprzedaj	51,61 PLN	2017-10-02
LPP	trzymaj	trzymaj	8400,00 PLN	2017-10-02
MOL	trzymaj	trzymaj	3077,00 HUF	2017-10-02
OTP Bank	akumuluj	trzymaj	10901,00 HUF	2017-10-02
PBKM	akumuluj	kupuj	66,30 PLN	2017-10-02
PGE	trzymaj	trzymaj	13,61 PLN	2017-10-02
PGNiG	akumuluj	akumuluj	7,73 PLN	2017-10-02
PKN Orlen	sprzedaj	sprzedaj	86,55 PLN	2017-10-02
Synthos	trzymaj	trzymaj	4,62 PLN	2017-10-02
Tauron	trzymaj	trzymaj	3,64 PLN	2017-10-02

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	3,4%	2	4,8%
redukuj	4	4,5%	2	4,8%
niedoważaj	6	6,7%	4	9,5%
trzymaj	15	16,9%	7	16,7%
równoważ	15	16,9%	3	7,1%
akumuluj	15	16,9%	9	21,4%
kupuj	22	24,7%	14	33,3%
przeważaj	9	10,1%	1	2,4%

Kalendarium wydarzeń

Data		Wydarzenie
2 paź	Mangata	Publikacja wyników 2Q'17
2 paź	Sfinks	Publikacja wyników 2Q'17
2 paź	Vistal	Publikacja wyników 2Q'17
3 paź	Mangata	Spotkanie z inwestorami (Hotel Polonia Palace; Warszawa)
4 paź	10:00 Alior Bank	Prezentacja dotycząca planu wdrożenia strategii (Hotel Marriott, Congress Hall, Warszawa; link: http://infostrefa.tv/search/alior ; T: +48 222953528, PIN: 72991751#)
5-6 paź		mBank's European Financials Conference
6 paź	Zamet Industry	Spotkania ze spółką (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
7 paź	PCC Rokita	Dzień Inwestora (PCC Rokita, ul. Sienkiewicza 4, Brzeg Dolny)
9-10 paź	Grupa Azoty	Dzień Inwestora (siedziba Spółki, Tarnów)
19 paź	PKN Orlen	Publikacja wyników 3Q'17
19 paź	I2 Development	Spotkania ze spółką (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
23 paź	Kernel	Publikacja wyników 2Q'17
25 paź	Budimex	Publikacja wyników 3Q'17
25 paź	Orange Polska	Publikacja wyników 3Q'17
25 paź	Jeronimo Martins	Publikacja wyników 3Q'17
25 paź	PKN Orlen	Spotkania ze spółką (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
26 paź	Asseco BS	Publikacja wyników 3Q'17
26 paź	Asseco SEE	Publikacja wyników 3Q'17
26 paź	BZ WBK	Publikacja wyników 3Q'17
26 paź	Lotos	Publikacja wyników 3Q'17
26 paź	mBank	Publikacja wyników 3Q'17
26 paź	Netia	Publikacja wyników 3Q'17
26 paź	Orange Polska	Konferencja wynikowa 3Q'17
27 paź	Dom Development	Publikacja wyników 3Q'17
27 paź	Idea Bank	Publikacja wyników 3Q'17
29 paź	Kruk	Publikacja wyników 3Q'17
30 paź	Millennium	Publikacja wyników 3Q'17

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w sierpniu w ujęciu rocznym aż o 8,8%, bijąc na głowę oczekiwania rynku i nasze (odpowiednio 5,9% i 5,7% r/r). Lustrzanym odbiciem tej niespodzianki jest solidne momentum produkcji – wynoszący aż 3,2% miesięczny (po odsezonowaniu) wzrost produkcji to najlepszy jednorazowy wynik przemysłu od marca 2010 r. Nasze ostrożne prognozy opierały się na niemrawych wskazaniach PMI (subindeks produkcji w tym wskaźniku w tym roku bardzo dobrze korelowały się z produkcją przemysłową) i założeniach słabego wyniku produkcji samochodów. Tymczasem, w sierpniu zanotowano silne i zsynchronizowane odbicie w większości sektorów – w aż siedmiu z nich dynamika produkcji przekroczyła 10% r/r. W kolejnych miesiącach należy spodziewać się utrzymania wysokich wzrostów produkcji przemysłowej – jej trend to obecnie ponad 7% rocznie, więcej niż w jakimkolwiek momencie obecnej fazy ożywienia gospodarczego. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w sierpniu o 23,5% w ujęciu rocznym, zgodnie z konsensem rynkowym oraz nieco niżej niż wskazywała na to nasza optymistyczna prognoza. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych miesięczna dynamika minimalnie spadła (o 0,8%), co oznacza, że za odczyt odpowiada głównie efekt niskiej bazy – sierpień zeszłego roku wyznaczył dołek w sektorze budowlanym. Nie utrzymało się przez to pozytywne momentum z lipca, a wcześniejsze sygnały ożywienia (dane Ministerstwa Finansów) nie znajdują dalszego potwierdzenia – więcej na temat struktury produkcji budowlanej i losów inwestycji publicznych będziemy mogli powiedzieć w październiku, po uzyskaniu szczegółowych danych o produkcji budowlanej za III kwartał. Warto po raz kolejny podkreślić, że obecnie inwestycje prywatne nie są w Polsce problemem (rosną w solidnym tempie kwartał do kwartału), a największym hamulcem pozostają inwestycje publiczne, których udział w PKB spadł na przełomie 2016 i 2017 r. poniżej poziomów sprzed wejścia Polski do UE, tj. do ok. 3% PKB. Ta niska baza (i dziura na poziomie 2% PKB relatywnie do unijnych górerek) i kalendarz wydatkowania środków unijnych oznaczają jednak, że do rocznych dynamik tej kategorii w okolicy 20% należy się przyzwyczaić.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna urosła w sierpniu o 7,6% r/r w ujęciu nominalnym (6,9% w ujęciu realnym). To wynik wyższy od naszych oczekiwań oraz od konsensusu rynkowego. Za pomyłkę w naszej prognozie odpowiada solidne zniżenie (przez nas) sprzedaży w kategorii „pozostałe”. W rzeczywistości wzrosła ona aż o 6,2% w ujęciu rocznym – to bardzo wysoki odczyt, biorąc pod uwagę różnicę dni roboczych oraz uwarunkowania sezonowe. Być może to tylko jedynomiesięczny szum, być może odzwierciedlenie nowej fali zakupów mieszkań (ta kategoria sprzedaży odpowiada głównie za ich wykańczanie) oraz ogólnie świetnych nastrojów konsumentów. Po danych spowolnienie konsumpcji w ujęciu rocznym w III kwartale wydaje się mało prawdopodobne. Sytuacja na rynku pracy oraz nowe rekordy na funduszu płac tylko sprzyjają kontynuacji wydatków konsumpcyjnych. Solidne przyspieszenie wzrostu w III kwartale wyniknie nie tylko z oderwania inwestycji od zera, ale także z utrzymania bardzo wysokiej dynamiki wydatków konsumpcyjnych.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w sierpniu o 4,6% r/r (tyle samo, co w lipcu), czyli zgodnie z konsensem rynkowym i naszą prognozą. W ujęciu miesięcznym liczba etatów wzrosła o 3,5 tysiące, co nie odbiega znacząco w dół od typowych odczytów dla tego miesiąca. Zakładając, że nie powtórzył się spadek w jednej sekcji (jak informacji i komunikacji rok temu) spodziewamy

się, że miesięczny wzrost powinien być rozdystrybuowany na przemysł i budownictwo. Zatrudnienie w Polsce rośnie w bardzo dobrym tempie. Nie widać ograniczeń podażowych (stabilizacja stopy bezrobocia jest niemniej jednak w tym kontekście zagadkowa), natomiast dzisiejszy odczyt płac może być zwiastunem presji płacowej, której w takich warunkach należy się spodziewać. Jako dygresję warto dodać fakt, że wystąpienie presji płacowej ma zwykle eksplozywny charakter i dynamika płac podwyższa się szybko i w krótkim czasie. Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w sierpniu o 6,6% r/r, powyżej konsensusu rynkowego i naszej prognozy (odpowiednio 5,7% i 6,4% r/r). Podejrzewamy, że za przyspieszenie po stronie płac odpowiadał spłot korzystnych czynników: normalizacja dynamiki wynagrodzeń w górnictwie (w poprzednich miesiącach dynamika wahała się o kilkadziesiąt pkt. proc.); efekty bazowe w przetwórstwie przemysłowym i w budownictwie; silne trendy wzrostowe w większości sektorów usługowych (w sekcji N dynamika mogła przekroczyć 8%). Szczegółowe odczyty są jednak w chwili obecnej drugorzędne: wynagrodzenia nominalne rosą obecnie najszybciej od 2009 r. i skala możliwego przyspieszenia, biorąc pod uwagę narosłe na rynku pracy nierównowagi, jest ogromna. W naszej opinii dynamika płac może na koniec roku sięgnąć 8%. Stabilna dynamika zatrudnienia i przyspieszenie po stronie płac wypchnęły dynamiki funduszu płac na nowe cykliczne maksimum: w ujęciu nominalnym fundusz płac przyspieszył z 9,6 do 11,6% r/r, w ujęciu realnym – z 7,9 do 9,8% r/r. W takich warunkach nie należy oczekiwać istotnego spowolnienia konsumpcji w II połowie b.r.

Inflacja

Inflacja CPI w sierpniu wyniosła 1,8% r/r, zgodnie z odczytem flash (uwaga – dynamika cen m/m została zweryfikowana w górę, z -0,2 do -0,1%) i konsensem rynkowym, a nieco poniżej naszej oryginalnej prognozy, wynoszącej 1,9% r/r. W komentarzu do odczytu flash wskazywaliśmy na dwa czynniki mogące stać za zaskoczeniem – niższe ceny żywności i brak przyspieszenia inflacji bazowej – opowiadając się jednocześnie za tym pierwszym wyjaśnieniem. Po pierwsze, ceny żywności i napojów bezalkoholowych spadły w ujęciu miesięcznym o 0,6% m/m – tu w naszej prognozie się nie pomyliliśmy. Główna przyczyna relatywnie wysokich cen żywności (historycznie w sierpniu spadały nawet o 1,5%) to dość płytkie spadki cen warzyw związane naszym zdaniem z przesunięciem sezonu wegetacyjnego, a zatem z niekorzystną pogodą w I połowie roku. Po drugie, ceny paliw wzrosły o 2,2% m/m, nieznacznie poniżej naszego szacunku, ale istotnie powyżej zeszłorocznej dynamiki. Po trzecie (i najważniejsze), inflacja bazowa okazała się podstawowym źródłem zaskoczenia. Zamiast rosnać z 0,8% do 0,9% r/r, spadła do 0,7% r/r. Jej struktura to, podobnie jak w poprzednich miesiącach, spory galimatias: związane z pogodą ryzyka w górę dla cen odzieży i obuwi nie zrealizowały się (spadki identyczne, jak w poprzednich miesiącach); ceny usług w transporcie zostały podbite przez wyższe ceny biletów lotniczych (o 7,1% m/m); pracowita kategoria restauracje i hotele tym razem rozczarowała, rosnąc tylko o 0,1%; wreszcie, spadki cen usług finansowych i książek dopełniają obraz spadków inflacji bazowej. Odczyt nie wywołał żadnej reakcji rynkowej i nie wzruszy RPP, która pozostaje niewzruszona w swojej retoryce absolutnego braku nierównowag w polskiej gospodarce. Dane o inflacji za sierpień (a zwłaszcza spadek inflacji bazowej) jedynie potwierdzi preferowany przez RPP scenariusz stabilizacji stóp procentowych do końca przyszłego roku.

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

michal.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. Ścieżka osiągnięcia postawionych jeszcze przez poprzedni Zarząd celów ma zostać przedstawiona na specjalnej konferencji 4 października. 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 synergie 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. Ponadto pozytywnie odbieramy większą koncentrację na wskaźnikach wypłacalności banku kosztem nominalnego wzrostu sumy bilansowej. 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 zal.	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

68,49 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

90,00 PLN

+31,4%

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

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	+3,5%	+4,9%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	+26,4%	+2,2%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M		24,8 mln PLN
MC (mln PLN)	8 852,9	Średni obrót 6M		21,4 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,7	-10,4%
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	15,9	11,2	21,8	10,3	8,9
P/BV	1,4	1,4	1,3	1,1	1,0
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 (bez zmian)

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

Pozostawiamy naszą rekomendację jak i cenę docelową dla BZ WBK bez zmian. Nasze prognozy znajdują się 8,0-13,8% powyżej konsensusu na lata 2017-2019. Uważamy, że główne wsparcie dla wyników pochodzić będzie z niskiego kosztu ryzyka, który będzie efektem rozwijającej się gospodarki. 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 inwestycje 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.

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 zal.	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

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	

Cena bieżąca 349,30 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 400,10 PLN **+14,5%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	400,10 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane			BZW PW	vs. WIG
Ticker	BZW PW	Zmiana 1M	-4,7%	-3,3%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	+12,5%	-11,8%
Liczba akcji (mln)	104,6	Średni obrót 1M	13,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	36 543,2	Średni obrót 6M	19,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,0	-6,6%
Free float	30,0%	P/E 5Y avg	15,0	dyskonto

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	14,8	16,9	14,9	12,8	11,2
P/BV	1,9	1,8	1,7	1,4	1,3
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%	6,1%	1,5%	0,0%	4,1%
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	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%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	46 236
Zyski ekonomiczne	50%	44 736
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		434,78
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 (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą 9-miesięczną cenę docelową oraz rekomendację trzymaj dla GNB. Nasza wycena zawiera wznowienie podatku bankowego po wyjściu z programu naprawczego, ale nie zawiera wpływu ustawy spreadowej, ani ustawy o dobrowolnym przewalutowaniu kredytów walutowych. Grupa przechodzi głębszą niż pierwotnie zakładaliśmy restrukturyzację, co odzwierciedla się w wynikach. Po bardzo słabym 1Q'17 (96 mln PLN straty) i 2Q'17 (68 mln PLN straty) uważamy, że GNB zakończy 2017 rok stratą na poziomie 99,7 mln PLN, co przekłada się na poprawę wyników banku w 2H'17. Przy rosnących wagach ryzyka oraz rosnących wymaganych minimalnych wskaźnikach wypłacalności GNB naszym zdaniem będzie potrzebował podnieść kapitał o około 250 mln PLN wobec 50 mln PLN, które do tej pory w 2017 roku podniósł główny akcjonariusz. 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 obciążenie banku składką na dobrowolne przewalutowanie (653 mln PLN w przeciągu pierwszych 3 lat). Nasze prognozy na lata 2018-19 znajdują się znacząco poniżej konsensusu.

Cena bieżąca	1,45 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	1,27 PLN	-12,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	1,27 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane			GNB PW	vs. WIG
Ticker	GNB PW	Zmiana 1M	+12,4%	+13,8%
ISIN	PLGETBK00012	Zmiana YTD	+9,8%	-14,4%
Liczba akcji (mln)	883,4	Średni obrót 1M		3,1 mln PLN
MC (mln PLN)	1 280,9	Średni obrót 6M		2,0 mln PLN
		P/E 12M fwd	33,3	+170,3%
Free float	49,8%	P/E 5Y avg	12,3	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	87,0	-	-	20,0	5,7
P/BV	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3
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			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)	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 zal.	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

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%

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

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 zal.	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	

Cena bieżąca 69,10 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 85,00 PLN **+23,0%**

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

Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	-2,5%	-1,1%
ISIN	PLBH000000012	Zmiana YTD	-3,8%	-28,1%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	4,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 028,6	Średni obrót 6M	4,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	15,2	-4,4%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,9	dyskonto

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	14,4	15,0	16,3	12,8
P/BV	1,3	1,3	1,3	1,3
ROE	8,8%	8,8%	8,1%	10,1%
DPS	7,43	4,68	4,60	4,24
DYield	10,8%	6,8%	6,7%	6,1%
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%

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

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

204,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

152,39 PLN

-25,5%

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

Podstawowe dane			ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	+0,4%	+1,8%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	+26,7%	+2,5%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	4,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	26 605,5	Średni obrót 6M	3,7 mln PLN	
		P/E 12M fwd	16,5	+5,7%
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	23,6	21,2	18,2	16,1
P/BV	2,5	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 zal.	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

Bilans

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P
Kredyty netto	61 055	72 520	81 980	94 125	106 293
Pozostałe aktywa	38 806	36 373	35 498	38 214	38 823
Aktywa razem	99 861	108 893	117 478	132 339	145 116
Depozyty	75 659	87 819	95 825	99 999	109 953
Pozostałe zobowiązania	13 745	10 394	11 175	19 251	20 490
Udziały mniejszościowe	3	3	2	3	3
Kapitały własne	10 454	10 678	10 475	13 086	14 670

Wskaźniki

(%)	2014	2015	2016	2017P	2018P
NIM	2,6%	2,5%	2,6%	2,8%	2,8%
C/I	54,6%	57,1%	48,5%	46,1%	43,2%
CoR	0,5%	0,3%	0,4%	0,3%	0,4%
NPL Ratio	4,1%	3,2%	2,6%	2,8%	2,8%
Tier 1	14,2%	13,7%	13,7%	14,2%	14,5%

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

7,01 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,81 PLN

-17,1%

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

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-3,0%	-1,6%
ISIN	PLBIG00000016	Zmiana YTD	+35,1%	+10,8%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	6,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 503,9	Średni obrót 6M	5,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,9	-10,3%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	13,3	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	15,6	12,1	13,4	11,8
P/BV	1,3	1,2	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 zal.	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 rezidualna	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 są główną przyczyną osłabienia sentymentu do akcji banku. Spełnienie zapowiedzi nowego Zarządu odnośnie kontynuacji polityki dywidendowej oraz niskiego profilu ryzyka powinno odbudowywać zaufanie i premię do rynku, szczególnie w świetle nadchodzących regulacji dla banków z ekspozycją na CHF. Jednocześnie nie wykluczamy, że na aktualizacji strategii, która ma nastąpić na przełomie października i listopada, oprócz zapowiedzianej już większej koncentracji na działalności detalicznej możemy otrzymać modyfikację polityki dywidendowej na wzór jaki został wprowadzony przez obecnego Prezesa Pekao poprzednio w PZU. Pozytywnie postrzegamy także informację o emisji 1 mln PLN obligacji podporządkowanych, które pozwolą na zachowanie ciągłości wysokich wypłat dywidend po transakcji przejścia Pioneer TFI. Na 12M wskaźniku forward P/E Bank Pekao notowany jest z zaledwie 6% premią do PKO BP wobec 25% 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.

Cena bieżąca

128,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

145,42 PLN

+13,6%

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

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	+0,3%	+1,7%
ISIN	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	+9,3%	-14,9%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	63,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	33 596,2	Średni obrót 6M	91,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,5	-10,2%
Free float	49,9%	P/E 5Y avg	16,2	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	14,7	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%

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 zal.	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

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%

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	

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. 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.

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 jednostkach 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

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	

Cena bieżąca 35,33 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 31,20 PLN **-11,7%**

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

Podstawowe dane			PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	-4,3%	-2,8%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	+25,6%	+1,3%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	53,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	44 162,5	Średni obrót 6M	65,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	13,8	+6,7%
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	16,9	15,4	15,0	13,3
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%	

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%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	50 402
Zyski ekonomiczne	50%	49 244
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		49 823
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 (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową na poziomie 1 111 CZK na akcję oraz rekomendację akumuluj. Uważamy, że wyniki Komercni Banka na lata 2017-19 są niedoszacowane przez rynek o 5%-9%. Wsparciem dla wyników w 2017 roku jest niski koszt ryzyka, ale też zdarzenia jednorazowe takie jak sprzedaż kwatery głównej przez bank, która przyniosła 0,8 mld CZK i która przełoży się na wyższą dywidendę w 2019 roku. Ponadto oczekujemy, że podwyżki stóp procentowych zobaczymy w wynikach KB już w 4Q'17. Wysoka rentowność Komercni Banka przekłada 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. Wobec polskiego sektora bankowego KB reprezentuje wyższy poziom ROE (13% wobec 8%), DY (ponad 4% wobec 2%) oraz brak ryzyka systemowego. Obecna wycena rynkowa stwarza okazję inwestycyjną.

Cena bieżąca

960,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

1 111,00 CZK

+15,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	1 111,00 CZK	2017-09-01

Podstawowe dane			KOMB CP	vs. WIG
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	-0,4%	+1,0%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+13,6%	-10,6%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	104,2 mln CZK	
MC (mld CZK)	181,3	Średni obrót 6M	109,6 mln CZK	
		P/E 12M fwd	14,0	+1,6%
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	14,2	13,2	12,7	12,3	10,5
P/BV	1,8	1,8	1,7	1,5	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	6,5%	6,5%	4,2%	4,4%	4,5%
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 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

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%

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

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 (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian rekomendację oraz cenę docelową dla Erste Banku. 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	36,55 EUR	potencjał zmiany
Cena docelowa	35,98 EUR	-1,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	35,98 EUR	2017-09-01

Podstawowe dane		EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	+1,9% +3,3%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+36,2% +12,0%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	20,1 mln EUR
MC (mln EUR)	15 707,0	Średni obrót 6M	23,4 mln EUR
		P/E 12M fwd	12,2 +7,6%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	11,3 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	16,2	12,4	12,7	11,3
P/BV	1,4	1,3	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%	2,7%	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 akumuluj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Podwyższamy naszą rekomendację trzymaj do akumuluj dla OTP Bank jednocześnie pozostawiając bez zmian cenę docelową 10 901 HUF/akcję. Ostatnia przecena walorów OTP jest spowodowana obawami rynku o sprzedaż 5% udziału przez Groupama, której 22 września minął termin „lockup’u”. Nasze prognozy są obecnie o 2-8% wyższe od konsensusu. Są one efektem bardzo niskiego salda rezerw jakie bank raportuje przez ostatnie kwartały. Jednocześnie uważamy, że sytuacja ta znormalizuje się w przyszłości, przez co zysk netto w 2018 roku nieznacznie spadnie o 3%. 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). Ostatnia przecena stwarza okazję inwestycyjną.

Cena bieżąca

9 895,00 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

10 901,00 HUF

+10,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	10 901,00 HUF	2017-10-02	
poprzednia	trzymaj	10 901,00 HUF	2017-09-01	
Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	-3,7%	-2,3%
ISIN	HU0000061726	Zmiana YTD	+20,6%	-3,7%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	4,8 mld HUF	
MC (mld HUF)	2 642,3	Średni obrót 6M	4,5 mld HUF	
		P/E 12M fwd	11,3	+17,5%
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	41,6	13,1	10,6	10,8	10,2
P/BV	2,1	1,9	1,7	1,5	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	1,5%	1,7%	2,8%	2,4%	2,3%
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

(mld HUF)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	553	522	547	576	601
Wynik prowizyjny	167	176	209	218	228
Pozostały	39	40	44	47	49
WNDB	759	738	801	841	878
Koszty działalności operacj	392	400	426	432	439
Wynik operacyjny	367	338	375	409	440
Saldo rezerw	221	93	60	82	89
Zysk brutto	146	245	315	326	350
Podatek dochodowy	26	44	54	68	75
Zysk netto dywizji	120	201	261	258	276
Odpis WNI	7	12	0	0	0
Podatek bankowy	-29	-14	-15	-15	-15
Inne	6	6	0	0	0
Zyski mniejszościowych	-40	-3	3	0	0
Zysk netto	64	202	250	244	261

Bilans

(mld HUF)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
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
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2017
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		2 861
na akcję (HUF)		10 702
podatek bankowy (HUF)		-575
zyski mniejszościowych (HUF)		-38
Wartość godziwa na akcję (HUF)		10 127
Koszt kapitału 9M		7,6%
Cena docelowa za 9M (HUF)		10 901

PZU akumuluj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj dla PZU oraz 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 51,83 PLN/akcję. Pozytywny sentyment rynku 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 6-7% 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	46,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	51,83 PLN	+12,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	51,83 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane			PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-2,5%	-1,1%
ISIN	PLPZU00000011	Zmiana YTD	+44,6%	+20,4%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	69,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	39 722,1	Średni obrót 6M	85,7 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,8	+0,8%
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	17,0	20,4	14,7	12,2	11,3
P/BV	3,1	3,1	2,1	2,0	1,9
ROE	18,0%	15,0%	16,9%	16,7%	17,1%
DPS	3,00	2,08	1,40	2,50	3,02
DYield	6,5%	4,5%	3,0%	5,4%	6,6%
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
Odszk. i świad., netto	-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
Poz. prz./kosz. op., netto	164	-604	-910	-925	-942
WNDB	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 operacyjna 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 kupuj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Podwyższamy naszą rekomendację redukuj dla Kruka do kupuj oraz cenę docelową do poziomu 340,17 PLN na akcję. Zmiana ceny docelowej wynika z pozytywnej rewizji prognozy na najbliższe lata, tak aby odzwierciedlić ostatnie kwartalne wyniki Kruka oraz rewizję wyników za 1Q'17. Rewizja naszych prognoz uwzględnia podwyższenie przychodów z nabytych wierzytelności bez uwzględnienia rewaluacji. Po ogłoszeniu wyników za 2Q'17 kurs akcji uległ mocnej przecenie ze względu na oczekiwaną znormalizowaną stawkę podatkową w 2018 roku oraz gorsze wyniki we Włoszech. Jednocześnie pomimo wyższej bazy wyników w 2017 roku oraz presji podatkowej w 2018 roku Prezes potwierdził, że EPS w 2018 roku powinien rosnąć w tempie $+>15\%$ R/R. Wzrost efektywnej stawki podatkowej ma znikomy wpływ na naszą wycenę ponieważ już w 2018 rok zakładaliśmy ją na poziomie 14%. Nasze prognozy nakładów pozostawiamy bez zmian, co oznacza 1,06 mld PLN w 2017 roku a następnie wzrost wydatków do 1,7 mld PLN w 2019 roku. Zakupy powinny mieć pozytywne przełożenie na wyniki w kolejnych 3 latach. Zwrot z kapitałów powyżej 17% przez kolejne 10 lat oraz dwucyfrowa dynamika zysku netto przez najbliższe 9 lat są naszym zdaniem gwarantem premii do grupy porównawczej, która naszym zdaniem jest obecnie zaburzona przez niską wycenę IJ. Na 2018 P/E wyceniamy Kruka na równi z 5-letnią średnią wskaźnika 12M FWD P/E Intrum Justitia.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Nabyte pakiety wierzytel.	339	454	598	766	931
Usługi windykacyjne	9	9	20	22	22
Pozostałe produkty	10	13	15	15	16
Marża pośrednia	358	477	633	802	970
Koszty ogólne	94	117	155	162	215
Wynik na poz. dz. oper.	-2	3	-3	-4	-5
EBITDA	262	363	476	636	750
Amortyzacja	11	14	19	22	24
EBIT	251	349	456	614	726
Przychody/koszty fin.	-42	-63	-81	-110	-148
Zysk brutto	210	286	375	504	578
Podatek dochodowy	6	38	24	101	110
Zysk netto	204	249	350	403	468
Nakłady na nowe portfele	489	1 286	1 062	1 412	1 689
Splaty	-826	-992	-1 427	-1 846	-2 297

Wycena DDM oraz EVA

(mln PLN)	DDM	EVA
Początkowe TNAV		1 237
Etap I (2017-24)	638	1 576
Etap II (2025-44)	4 333	2 359
PV TV	1285	
Wartość godziwa na 07/2016	6 256	5 172
Korekta o wartość pieniądza w czasie	74	280
Obecna wartość firmy	6 330	5 452
Liczba akcji (mln)	18,7	18,7
Koszt kapitału	8,0%	8,0%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	337,70	290,84
Cena docelowa za 9M (PLN)	362,02	311,78

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Suma FCF	-782
Wartość rezydualna (TV)	13 438
Wzrost FCF po prognozie	3,3%
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	7 912
Wartość firmy (EV)	7 131
Dług netto	1 379
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wartość firmy na 01/2016	5 752
Korekta o wartość pieniądza w czasie	311
Obecna wartość godziwa	6 063
Ilość akcji (mln)	18,7
Wartość firmy na akcję (PLN)	323,45

Cena bieżąca	293,45 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	340,17 PLN	+15,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	340,17 PLN	2017-10-02
poprzednia	redukuj	308,06 PLN	2017-09-01
Podstawowe dane			
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	-13,4%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	+24,9%
Liczba akcji (mln)	18,7	Średni obrót 1M	38,0 mln PLN
MC (mln PLN)	5 500,5	Średni obrót 6M	18,0 mln PLN
EV (mln PLN)	5 519,2	EV/EBITDA 12M fwd	12,8
Free float	87,0%	EV/EBITDA 5Y avg	12,3

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	611	783	1 104	1 351	1 651
z zakupu wierzytel.	564	725	1 019	1 266	1 561
z inkasa	30	32	61	62	64
Koszty operacyjne	-94	-117	-155	-162	-215
Zysk netto	204	249	350	403	468
P/E	24,6	21,7	15,7	13,6	11,8
P/BV	6,5	4,2	3,6	2,9	2,4
ROE	29,8%	24,6%	25,2%	23,5%	22,4%
DPS	1,50	2,00	2,26	3,18	3,66
DYield	0,5%	0,7%	0,8%	1,1%	1,2%
Zmiana prognoz				2017P	2018P
Nabyte pakiety wierzytelności			+5,7%	+6,3%	+5,4%
Usługi windykacyjne			-9,1%	-5,0%	-5,0%
Pozostałe produkty			+18,6%	+7,7%	+7,7%
Koszty ogólne			+17,5%	+1,5%	+8,8%
Zysk netto			+8,9%	+9,4%	+11,6%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Środki pieniężne	141	267	136	170	209
Zakupione wierzytel.	1 599	2 648	3 295	4 126	5 080
Pozostałe aktywa	97	181	113	129	146
Aktywa razem	1 836	3 096	3 544	4 425	5 435
Kredyty i pożyczki	935	1 646	1 829	2 321	2 896
Pozostałe zobowiązania	117	212	169	214	250
Kapitały własne	784	1 238	1 546	1 889	2 289

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Dług netto / KW	101,3	111,4	109,5	113,9	117,4
Dług netto / EBITDA	303,2	380,4	356,0	338,3	358,2
Marża EBITDA	42,9	46,3	43,1	47,1	45,4
Marża EBIT	41,1	44,6	41,3	45,4	44,0
EV / Cash EBITDA	12,81	11,78	9,13	7,01	6,10

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	6 330
Zyski ekonomiczne	33%	5 452
DCF	33%	6 063

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	337,70
Zyski ekonomiczne	33%	290,84
DCF	33%	323,45
Średnia wartość godziwa		317,33
Koszt kapitału 9M		6,2%
Cena docelowa za 9M (PLN)		340,17

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. Zgodnie z oczekiwaniami wyniki za 2Q'17 zanotowały znaczący spadek po bardzo udanym 1Q'17. Niemniej jednak spółka w 1H'17 wypracowała 21,75 mln PLN zysku netto (53% zysku netto prognozowanego przez rynek na 2017 rok), co stwarza bardzo dużą szansę na uruchomienie programu menadżerskiego. Ponadto, według wcześniejszych zapowiedzi zarządu, różnica pomiędzy zyskiem jednostkowym a skonsolidowanym (8 mln PLN lub 0,7 PLN na akcję) w 2016 roku może 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 14%. Obecną wycenę rynkową oraz przecenę traktujemy jako okazję inwestycyjną.

Cena bieżąca	29,90 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	46,43 PLN	+55,3%

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

Podstawowe dane			PCM PW	vs. WIG
Ticker	PCM PW	Zmiana 1M	-7,3%	-5,9%
ISIN	PLPRMCM00048	Zmiana YTD	-2,4%	-26,6%
Liczba akcji (mln)	11,9	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	356,1	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	368,0	EV/EBITDA 12M fwd	8,7	+24,3%
Free float	40,0%	EV/EBITDA 5Y avg	7,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	523	573	600	637	660
z leasingu oper.	143	148	157	165	166
odsetkowe	36	43	50	60	64
Koszty razem	-474	-527	-547	-580	-598
Zysk netto	39	36	41	45	49
P/E	9,2	9,8	8,7	7,8	7,3
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
ROE	7,9%	7,9%	8,9%	9,5%	10,1%
DPS	5,26	5,50	3,16	3,45	3,82
DYield	17,6%	18,4%	10,6%	11,5%	12,8%
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	30,10 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	46,28 PLN	+53,8%

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

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	-2,8%	-1,4%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	+9,8%	-14,4%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	205,3	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	8,8	+4,9%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	8,4	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	75,4	109,2	96,5	105,6	115,8
opłata stała	67,1	69,6	74,8	82,5	90,7
opłata zmienna	1,8	31,4	15,1	16,3	17,7
Koszty razem	-60,1	-69,2	-63,3	-67,5	-72,7
Zysk netto	13,0	32,5	27,2	31,1	35,3
P/E	15,8	6,3	7,6	6,6	5,8
P/BV	2,3	2,0	2,2	2,2	2,1
ROE	13,9%	34,1%	28,2%	33,6%	37,2%
DPS	3,12	3,37	3,69	4,28	4,87
DYield	10,4%	11,2%	12,3%	14,2%	16,2%
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 nieoczekiwane wzrosty spotowych cen sody na rynku europejskim (według Tecnon w VII do poziomu 277 USD/t vs. 250 USD/t na początku roku) oraz w Chinach (według ICIS ceny sody w Chinach w VII wzrosły o 10-13%). Powodem wyższych cen sody jest z jednej strony wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych w Europie (szacujemy że w 2017 roku wyniesie 93,9% vs. 91,9% rok wcześniej) oraz przestoje produkcyjne w Chinach w efekcie restrykcyjnej kampanii rządu w zakresie przestrzegania norm środowiskowych wśród lokalnych producentów. Chiny drugi rok z rzędu eksportują mniej sody (YTD -24% r/r), a w obliczu lokalnych przestojów kupcy kontraktują dostawy spotowe Europy, Turcji i północno-wschodniej Azji. Jeśli wysoki popyt utrzyma się do końca roku, to może się okazać, że produkcja nowych mocy produkcyjnych z Turcji zostanie częściowo skonsumowana przez kraje azjatyckie. Wówczas naszym zdaniem byłoby to zaskoczeniem dla rynku i konsensusu, który w efekcie wzrostu mocy produkcyjnych oczekuje kolejnego spadku wyników Ciech w 2018 roku. Według naszych oczekiwań mimo nowych włączeń produkcji w 2018 roku obłożenie mocy w europejskim przemyśle sodowym utrzyma się na poziomie powyżej 90%. W krótkim terminie producenci sody mogą stać się beneficjentem wzmożonych ruchów akwizycyjnych w USA. Aktywa Tronox zostały zakupione przez Genesis Energy, a czwarty największy producent sody na świecie został kupiony po 8x EBITDA (obecnie Ciech około 6x EBITDA). Podwyższamy nasze oczekiwania odnośnie wyników 2018 roku z uwagi na wzrosty spotowych cen sody na rynku. Podnosimy naszą cenę docelową z 77,07 PLN do 79,54 PLN na akcję oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA soda	630	799	652	653	547
EBITDA organika	86	78	80	91	96
EBITDA krzemiany	34	35	39	39	39
EBITDA pozostałe	-42	-33	-17	-18	-18
EBITDA/t soda	284	348	279	280	234
Przepływy oper.	457	837	563	664	583
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	-238	-299
Dywidenda/buyback	0	-150	0	-192	-255
FCF	222	387	216	481	391
FCF/EBITDA	31%	44%	29%	63%	59%
CFO/EBITDA	65%	95%	75%	87%	88%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Soda (USD/t)	259	261	250	260	250	256	256	257	257	258	258
Soda Ciech (PLN/t)	767,5	819,4	808,0	798,9	765,0	790,9	796,8	798,0	799,2	800,4	801,6
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	3 570	3 604	3 539	3 640	3 668	3 682	3 697	3 711	3 726	3 762	3 774
EBITDA	754	765	664	676	661	658	656	654	652	667	664
marża EBITDA	21,1%	21,2%	18,8%	18,6%	18,0%	17,9%	17,7%	17,6%	17,5%	17,7%	17,6%
EBIT	495	511	416	431	423	427	431	425	419	431	425
Podatek	97	100	80	83	82	83	84	83	82	84	83
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	216	481	391	391	368	358	349	343	339	347	342
PV FCF	204	422	317	294	255	229	206	186	168	158	
WACC	7,6%	7,8%	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,4%	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

65,16 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

79,54 PLN

+22,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	79,54 PLN	2017-10-02	
poprzednia	kupuj	77,07 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane		CIE PW	vs. WIG	
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	+0,2%	+1,6%
ISIN	PLCIECH00018	Zmiana YTD	+17,6%	-6,6%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	8,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 433,9	Średni obrót 6M	5,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 474,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,1	+0,8%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,1	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	3 273	3 455	3 570	3 604	3 539
EBITDA	708	884	754	765	664
marża EBITDA	21,6%	25,6%	21,1%	21,2%	18,8%
EBIT	490	660	495	511	416
Zysk netto	343	594	350	364	291
P/E	10,0	5,8	9,8	9,4	11,8
P/BV	2,6	1,9	1,6	1,5	1,5
EV/EBITDA	6,8	5,1	5,9	5,5	6,2
DPS	0,00	2,85	0,00	3,65	4,83
DYield	0,0%	4,4%	0,0%	5,6%	7,4%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		-0,6%	+17,6%	+6,1%	
Zysk netto		-0,9%	+32,6%	+11,3%	
Soda (USD/t)		+2,0%	+8,3%	-2,0%	
Soda Ciech (PLN/t)		+1,0%	+2,8%	-2,3%	
Soda vol (tys. ton)		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	3 910	4 502	4 689	4 869	4 890
Aktywa trwałe	2 860	3 210	3 457	3 387	3 334
Kapitał własny	1 346	1 767	2 087	2 258	2 295
Udział mniejszości	-4	-3	-3	-3	-3
Dług netto	1 358	1 116	1 043	802	712
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	1,3	1,4	1,0	1,1
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	7,1	7,3	6,4	5,9	5,9	5,2
Maksimum	31,8	24,0	20,4	10,8	9,7	8,9
Mediana	15,1	14,2	13,3	8,4	7,6	7,3
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 668
Dług netto	1 116
Inne korekty	-4
Wycena DCF na akcję (PLN)	80,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	68,95
DCF	50%	80,70
Cena wynikowa		74,82
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		79,54

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 to wszystko wskazuje, że rynek kluczowych zbóż będzie nadal znajdować się w nadpodaży w sezonie 2017/2018. Grupa Azoty począwszy od 2Q'17 weszła w okres niskiej bazy rezultatów, co przy wyższych r/r wynikach segmentu tworzyw sztucznych i produktów chemicznych pozwoli na wyraźną poprawę rezultatów w okresie 3Q-4Q'17. W krótkim terminie pozytywnie na sentyment wokół spółek nawozowych wpływają wzrosty cen nawozów saletranych. W przypadku Grupy Azoty negatywnie w krótkim terminie wpływają rosnące ceny gazu ziemnego oraz stabilne ceny nawozów na rynku polskim w okresie wakacyjnym. Warto zauważyć, że w segmencie tworzyw wysokie relacje kaprolaktamu do benzeny zaczęły się obniżać, co negatywnie wpłynie będzie na rentowność segmentu tworzyw sztucznych w kolejnych kwartałach. Korygujemy nasze projekcje prognoz na lata 2017-2019 o wpływ obserwowanych wzrostów ceny gazu ziemnego oraz nawozów saletranych. Mimo wzrostu kosztów energetycznych efekt netto na lata 2018-2019 jest naszym zdaniem pozytywny. Podnosimy naszą cenę docelową z poziomu 69,60 PLN do 80,77 PLN na akcję oraz podtrzymujemy neutralną rekomendację dla Grupy Azoty.

Cena bieżąca

79,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

80,77 PLN

+1,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	80,77 PLN	2017-10-02	
poprzednia	trzymaj	69,60 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	+17,1%	+18,5%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	+29,0%	+4,7%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	6,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 915,8	Średni obrót 6M	4,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	9 333,4	EV/EBITDA 12M fwd	7,1	+5,4%
Free float	22,7%	EV/EBITDA 5Y avg	6,7	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	10 008	8 956	9 869	10 159	10 539
EBITDA	1 304	997	1 180	1 331	1 287
marża EBITDA	13,0%	11,1%	12,0%	13,1%	12,2%
EBIT	824	486	660	740	627
Zysk netto	605	343	473	513	421
P/E	13,1	23,1	16,7	15,4	18,8
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	6,5	8,8	7,9	7,1	7,5
DPS	0,00	0,84	0,79	0,95	1,55
DYield	0,0%	1,1%	1,0%	1,2%	1,9%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-0,1%	+9,4%	+1,8%
Zysk netto			-0,1%	+9,4%	+1,8%
Mocznik (PLN/t)			+3,3%	+2,6%	+6,3%
Saletra (PLN/t)			+0,5%	+0,2%	+3,8%
Gaz ziemny (PLN/m3)			+1,9%	+14,5%	+1,3%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA nawozy	998	600	504	644	639
EBITDA tworzywa	-10	-33	266	258	209
EBITDA chemia	135	271	297	295	283
EBITDA energetyka	77,9	95,5	63,9	73,8	80,1
EBITDA pozostałe	115	40	51	61	76
Przepływy oper.	1 630	1 136	1 015	1 183	1 154
Amortyzacja	479	511	520	591	660
Kapitał obrotowy	300	137	-30	-9	-12
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	-164	-231
Dywidenda/buyback	0	-83	-78	-95	-154
FCF	403	-214	-391	72	132
FCF/EBITDA	31%	-21%	-33%	5%	10%
CFO/EBITDA	125%	114%	86%	89%	90%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Mocznik (PLN/t)	1 482	1 587	1 643	1 669	1 646	1 627	1 614	1 615	1 617	1 622	1 624
Saletra (PLN/t)	1 238	1 346	1 394	1 413	1 390	1 370	1 357	1 359	1 360	1 364	1 366
Gaz ziem. (PLN/m3)	963	992	1 134	1 206	1 185	1 138	1 099	1 142	1 145	1 148	1 097
Przychody	9 869	10 159	10 539	10 988	11 042	11 069	11 116	11 313	11 472	11 626	11 777
EBITDA	1 180	1 331	1 287	1 328	1 405	1 388	1 384	1 338	1 350	1 357	1 474
marża EBITDA	12,0%	13,1%	12,2%	12,1%	12,7%	12,5%	12,5%	11,8%	11,8%	11,7%	12,5%
EBIT	660	740	627	637	727	741	766	736	756	766	883
Podatek	111	131	109	111	129	133	138	133	137	140	163
CAPEX	-1 430	-1 118	-1 034	-636	-593	-577	-582	-587	-572	-594	-591
Kapitał obrotowy	-30	-9	-12	-15	-2	-1	-2	-6	-5	-5	-5
FCF	-391	72	132	566	681	677	662	612	635	618	715
PV FCF	-384	66	111	440	487	446	400	340	324	291	
WACC	8,1%	8,1%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	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	11 633	12 131	12 488
Aktywa trwałe	6 943	7 651	8 565	9 099	9 485
Kapitał własny	6 286	6 534	6 929	7 347	7 614
Udział mniejszości	626	595	613	640	660
Dług netto	-13	273	804	903	1 014
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	0,3	0,7	0,7	0,8
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	7,3	7,7	6,7	6,9	6,2	5,5
Maksimum	30,7	275,2	52,0	17,1	12,4	10,8
Mediana	22,4	16,2	12,6	10,7	7,9	7,3
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 521
Dług netto	273
Inne korekty	-595
Wycena DCF na akcję (PLN)	68,81

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	83,14
DCF	50%	68,81
Cena wynikowa		75,97
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		80,77

Polwax kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Po nieco lepszym r/r pierwszym kwartale, w 2Q'17 spółka zaskoczyła negatywnie mimo, iż zakładaliśmy pogorszenie rezultatów w stosunku do 2Q'16. Rynek zareagował na ten raport bardzo negatywnie (-17% w miesiąc), a sentyment dodatkowo osłabił bardzo pesymistyczny komentarz Prezesa Tomczyka („zarówno ten rok jak i 2018 będą bardzo trudne”). Naszym zdaniem nie ma jednak powodów do takiej paniki. Wykonanie naszych rocznych prognoz po półroczu wynosi na EBITDA 37% vs. 39% rok wcześniej, tak więc na razie nie widzimy podstaw do ich rewizji. Zwracamy uwagę, że kluczowym problemem dla spółki są niskie ceny ropy i nadpodaż gaczy parafinowych (efekt wysokiej rentowności na ciężkich produktach rafinacji i wzrostu wykorzystania mocy w rafineriach o gorszym wskaźniku konwersji), co przekłada się na niższe ceny surowca na rynku spot względem kontraktu długoterminowego z Grupą Lotos indeksowanego do kwotowań ICIS (presja na marżę). Ostatnie wzrosty cen ropy i oczekiwane przez nas pogorszenie rentowności przerobu w rafineriach powinny systematycznie poprawiać sytuację spółki w kolejnych okresach. Spadek wolumenów w 2Q to w naszej opinii kwestia bazy odniesienia (z tego samego powodu zanotowano wysokie dodatnie dynamiki w 1Q'17) i dlatego nie jest uzasadnione ekstrapolowanie tych odczytów na drugie półrocze. Rekomendacja kupuj pozostaje aktualna.

Cena bieżąca

12,07 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

20,53 PLN

+70,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	20,53 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane			PWX PW	vs. WIG
Ticker	PWX PW	Zmiana 1M	-11,9%	-10,5%
ISIN	PLPOLWX00026	Zmiana YTD	-24,8%	-49,0%
Liczba akcji (mln)	10,3	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	124,3	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	138,2	EV/EBITDA 12M fwd	6,0	+3,3%
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	5,1	6,0	6,1	5,8	5,2
P/BV	1,6	1,4	1,2	1,0	0,8
EV/EBITDA	4,5	4,8	4,6	6,1	6,8
DPS	1,21	1,06	0,00	0,00	0,00
DYield	10,0%	8,8%	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%
Capex			0,0%	0,0%	0,0%
Parafiny EUR/t			0,0%	0,0%	0,0%
EUR/PLN			0,0%	0,0%	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	-1,0	-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 (podtrzymana)

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, Malesja i Tajlandia na przełomie maja i czerwca zdecydowały się na ograniczenie eksportu w celu stabilizacji cen kauczuków na rynkach. Dodatkowo we wrześniu do kartelu dołączył Wietnam (3-ci największy producent kauczuków naturalnych na świecie). W efekcie zapasy w największym porcie w Chinach w ostatnich tygodniach zaczęły spadać (zapasy naturalnych 130 tys. ton vs. lokalne maksimum 208 tys. ton oraz syntetycznych 53 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. Podwyższamy nasze oczekiwania odnośnie wyników w 2017 i 2018 roku z uwagi na dobre zachowanie cen butadienu oraz rosnące marże na produktach styrenowych. Po aktualizacji prognoz wycena porównawcza Synthos implikuje wycenę na poziomie 4,30 PLN/akcja. Podwyższamy naszą cenę docelową dla Grupy Synthos z 4,39 PLN do 4,62 PLN na akcję i podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

5,14 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,62 PLN

-10,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	4,62 PLN	2017-10-02	
poprzednia	trzymaj	4,39 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane			SNS PW	vs. WIG
Ticker	SNS PW	Zmiana 1M	+5,3%	+6,7%
ISIN	PLDWORY00019	Zmiana YTD	+26,6%	+2,4%
Liczba akcji (mln)	1 323,3	Średni obrót 1M	5,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 801,5	Średni obrót 6M	6,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	9 064,0	EV/EBITDA 12M fwd	9,5	+6,1%
Free float	37,5%	EV/EBITDA 5Y avg	8,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	4 058	4 755	6 653	6 597	6 904
EBITDA	617	662	890	900	933
marża EBITDA	15,2%	13,9%	13,4%	13,6%	13,5%
EBIT	450	451	636	621	652
Zysk netto	426	256	531	441	469
P/E	16,0	26,6	12,8	15,4	14,5
P/BV	3,0	3,6	3,9	3,4	3,0
EV/EBITDA	12,1	12,3	10,2	9,9	9,3
DPS	0,25	0,53	0,50	0,12	0,17
DYield	4,9%	10,3%	9,7%	2,3%	3,2%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			+4,3%	+4,1%	+2,2%
Zysk netto			+5,8%	+6,8%	+3,5%
SR (USD/t)			-0,1%	-5,3%	-0,6%
Butadien (USD/t)			+5,9%	-0,9%	-2,5%
EPS (USD/t)			+0,2%	-6,1%	-5,3%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA kauczuki	276	363	663	550	591
EBITDA styren	204	226	68	196	187
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	557	820	796
Amortyzacja	167	211	254	279	281
Kapitał obrotowy	181	-78	-263	8	-43
Przepływy inw.	-284	-414	-602	-451	-237
CAPEX	575	476	602	451	237
Przepływy fin.	-183	33	-754	-257	-316
Dywidenda/buyback	-331	-701	-662	-159	-221
FCF	187	17	-63	376	565
FCF/EBITDA	30%	3%	-7%	42%	61%
CFO/EBITDA	119%	73%	63%	91%	85%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
SR (USD/t)	1 940	1 877	1 845	1 855	1 887	1 887	1 887	1 887	1 887	1 887	1 887
Butadien (USD/t)	1 422	1 258	1 199	1 115	1 195	1 195	1 195	1 195	1 195	1 195	1 195
EPS (USD/t)	1 258	1 186	1 255	1 333	1 333	1 333	1 333	1 333	1 333	1 333	1 333
Przychody	6 653	6 597	6 904	7 148	7 292	7 376	7 461	7 548	7 628	7 714	7 788
EBITDA	890	900	933	943	938	943	948	953	957	963	966
marża EBITDA	13,4%	13,6%	13,5%	13,2%	12,9%	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%	12,5%	12,4%
EBIT	636	621	652	657	651	653	656	657	658	661	664
Podatek	88	82	88	90	89	89	90	108	109	110	110
CAPEX	602	451	237	267	286	287	290	292	296	299	302
Kapitał obrotowy	263	-8	43	34	20	12	12	12	11	12	10
FCF	-63	376	565	553	544	555	556	541	541	542	544
PV FCF	-62	343	479	435	397	376	349	315	291	270	
WACC	7,4%	7,5%	7,6%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	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

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	4 796	5 636	5 861	6 131	6 445
Aktywa trwałe	2 549	2 799	3 152	3 329	3 293
Kapitał własny	2 296	1 870	1 739	2 021	2 269
Udział mniejszości	13	13	13	13	13
Dług netto	655	1 324	2 250	2 137	1 895
Dług netto/EBITDA (x)	1,1	2,0	2,5	2,4	2,0
Dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,7	1,3	1,1	0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	8,5	8,3	7,5	5,1	5,4	5,2
Maksimum	25,2	15,7	15,0	12,2	10,1	9,6
Mediana	16,4	14,3	11,9	7,4	7,5	7,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	3 195
Dług netto	1 986
Inne korekty	-13
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,39

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	4,30
DCF	50%	4,39
Cena wynikowa		4,35
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		4,62

Paliwa

Lotos

redukuje (podwyższona)

Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 kamil.kliszcz@mbank.pl

Huragan Harvey bardzo mocno wpłynął na wysokość marż rafineryjnych we wrześniu, co wraz z odbiciem dyferencjału i umocnieniem dolara stanowi argument do podniesienia prognoz tegorocznego strumienia EBITDA LIFO. W kolejnych latach nadal utrzymujemy nasze konserwatywne założenia dla rentowności przerobu, które są pochodną zarówno przyjętej wzrostowej ścieżki cen ropy jak i oczekiwanego obniżenia wskaźnika użycia mocy w ujęciu globalnym (efekt normalizacji popytu przy coraz większej skali nowych mocy wchodzących na rynek). Niemniej jednak wspomniana rewizja roku bieżącego w połączeniu z wyższymi wskaźnikami w spółkach porównywalnych skutkuje podniesieniem naszej ceny docelowej o niecałe 7% i podwyższeniem rekomendacji ze sprzedaj do redukuje. Zwracamy uwagę, że choć przy tegorocznym rekordowych wynikach wskaźnik EV/EBITDA LIFO wygląda atrakcyjnie (5,2x), również relatywnie na te Orlenu, to przy normalizacji warunków makro w przyszłym roku wynosiłby już 6,7x, 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.

Cena bieżąca 59,75 PLN **potencjał zmiany**

Cena docelowa 51,61 PLN **-13,6%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuje	51,61 PLN	2017-10-02	
poprzednia	sprzedaj	48,25 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	+3,4%	+4,8%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	+60,4%	+36,2%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	15,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	11 046,2	Średni obrót 6M	19,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	15 208,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,6	-11,6%
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	22 484,9	25 130,9	27 083,7
EBITDA	1 138,0	2 922,6	2 719,3	2 430,5	2 660,3
marża EBITDA	5,0%	14,0%	12,1%	9,7%	9,8%
EBIT	423,4	1 854,7	1 700,6	1 353,4	1 465,1
Zysk netto	-263,3	1 015,2	1 219,1	805,7	729,9
P/E	-	10,9	9,1	13,7	15,1
P/BV	1,4	1,3	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	14,7	5,4	5,6	6,4	5,9
DPS	0,00	0,00	1,00	1,65	2,18
DYield	0,0%	0,0%	1,7%	2,8%	3,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO			+3,3%	+2,5%	+0,9%
Zysk netto			+7,5%	+0,6%	+4,3%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			+9,9%	0,0%	0,0%
USD/PLN			+1,0%	+3,3%	+1,4%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO skor.	2 134	2 609	2 899	2 322	2 561
upstream	337	702	807	798	857
rafineria	1 669	1 761	1 964	1 418	1 589
detal	122	145	128	106	114
EV/EBITDA LIFO skor.	7,8	6,0	5,2	6,7	6,0
Efekt LIFO	-279	-77	5	109	99
Inne zd. jednorazowe	-718	391	-185	0	0
Saldo finansowe	-619	-275	12	-234	-302
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	24,7	27,5	27,8
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	7,2	5,0	5,0	5,5	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
USD/PLN	3,80	3,62	3,60	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	0,00	0,00
Przychody	21 234	23 823	25 614	28 498	30 574	30 574	30 574	30 574	30 574	30 574	30 574
EBITDA	1 912	1 633	1 803	1 950	1 901	1 909	1 918	1 928	1 938	1 949	1 949
marża EBITDA	9,0%	6,9%	7,0%	6,8%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%
EBIT	1 413	1 068	1 179	1 295	1 266	1 247	1 230	1 218	1 209	1 202	1 282
Podatek	268	203	224	246	241	237	234	231	230	228	244
CAPEX	-1 226	-1 070	-578	-630	-667	-667	-667	-667	-667	-667	-667
Kapitał obrotowy	-700	-534	-617	-554	-249	9	12	9	11	18	11
FCF	-282	-174	384	519	744	1 014	1 029	1 038	1 052	1 072	1 049
PV FCF	-276	-159	327	413	550	695	653	610	572	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	1 488	2 654	1 912	1 740	1 613
CFO/EBITDA LIFO skor.	70%	102%	66%	75%	63%
Capex	759	1 244	1 746	1 690	828
Kapitał obrotowy	3 554	3 867	4 567	5 102	5 719
Kapitał własny	7 712	8 611	10 305	10 842	11 101
Dług netto	5 701	4 808	4 163	4 617	4 608
Dług netto/EBITDA (x)	5,0	1,6	1,5	1,9	1,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,3	4,6	3,6	2,4	2,4	2,3
Maksimum	23,9	22,8	20,6	8,7	9,0	9,4
Mediana	9,8	12,0	11,9	5,3	5,5	5,1
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	11 449
Dług netto	4 808
Petrobaltic	1 984
Wycena DCF na akcję (PLN)	46,66

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	50,44
DCF	50%	46,66
Cena wynikowa		48,55
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		51,61

MOL trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Huragan Harvey bardzo mocno wpłynął na wysokość marż rafineryjnych i petrochemicznych we wrześniu, co wraz z odbiciem dyferencjału i umocnieniem dolara stanowi argument do podniesienia prognoz tegorocznego strumienia EBITDA LIFO, szczególnie że Spółka miała jeszcze rezerwy w użyciu mocy i zapewne wykorzystała je pod koniec 3Q. W kolejnych latach nadal utrzymujemy nasze konserwatywne założenia dla rentowności przerobu, które są pochodną zarówno przyjętej wzrostowej ścieżki cen ropy jak i oczekiwanego obniżenia wskaźnika użycia mocy w ujęciu globalnym (efekt normalizacji popytu przy coraz większej skali nowych mocy wchodzących na rynek). Sceptycznie podchodzimy również do rynkowych oczekiwań w zakresie utrzymania wysokich marż petrochemicznych. Niemniej jednak wspomniana rewizja roku bieżącego w połączeniu z wyższymi wskaźnikami w spółkach porównywalnych skutkuje podniesieniem naszej ceny docelowej o 7%. Pozostawiamy neutralną rekomendację bez zmian. W naszej opinii wycena MOL-a nie jest obecnie tak wygórowana (EV/EBITDA LIFO'18 wynosi 5,1x 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 250HUF/500HUF na akcję, czyli 8%/17% (kalkulacja oparta o odchylenie wyceny sprzedaży EV/EBITDA w stosunku do aktualnych wskaźników dla MOL-a).

Cena bieżąca

3 000 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

3 077 HUF

+2,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	3 077 HUF	2017-10-02	
poprzednia	trzymaj	2 865 HUF	2017-09-01	
Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	+1,4%	+2,8%
ISIN	HU0000068952	Zmiana YTD	+19,9%	-4,3%
Skor. I. akcji (mln)	745 135,6	Średni obrót 1M	1 705,3 mln HUF	
MC (mld HUF)	2 235 406,9	Średni obrót 6M	2 503,9 mln HUF	
EV (mld HUF)	2 236 220,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-4,3%
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	4 068,5	4 265,6	4 545,0
EBITDA	643,4	623,4	719,0	590,2	580,3
marża EBITDA	15,7%	17,5%	17,7%	13,8%	12,8%
EBIT	-217,2	307,9	434,5	291,2	268,6
Zysk netto	-261,0	263,5	318,3	215,1	197,3
P/E	-	8,5	7,0	10,4	11,3
P/BV	1,5	1,5	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	3,5	3,6	3,1	3,8	3,9
DPS	485,49	567,00	625,00	81,73	85,82
DYield	16,2%	18,9%	20,8%	2,7%	2,9%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
CCS EBITDA			+5,9%	0,0%	0,0%
Zysk netto			+9,5%	+0,1%	+0,1%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			+8,2%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			+2,8%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO skor.	687	605	704	567	564
upstream	197	190	240	269	267
rafineria	239	178	201	90	90
detal	62	86	100	108	116
petchem	160	144	148	87	77
gaz	60	54	57	56	57
koszty ogólne	-31	-48	-42	-43	-44
EV/EBITDA LIFO skor.	4,4	5,2	4,3	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	-13
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	6,1	4,5	5,3	2,4	2,4
upstream \$ EBITDA/boe	19,5	17,8	23,9	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	60	65	70	75	75	75	75	75	75	75
Marża+dyferencjał	8,0	5,5	5,5	6,0	6,0	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
USD/HUF	270	260	260	260	260	260	260	260	260	260	260
Przychody	3 817	3 986	4 272	4 593	4 883	4 901	4 904	4 907	4 911	4 915	4 911
EBITDA	479	322	313	352	336	355	356	357	359	360	359
marża EBITDA	12,6%	8,1%	7,3%	7,7%	6,9%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
EBIT	329	160	142	175	154	168	164	159	154	148	164
Podatek	80	37	33	41	37	41	40	38	37	35	31
CAPEX	-185	-195	-195	-195	-195	-195	-195	-195	-195	-195	-195
Kapitał obrotowy	-143	-14	-21	-24	-20	0	0	0	1	1	-20
FCF	71	76	65	92	84	120	122	125	128	131	113
PV FCF	69	68	54	71	59	78	73	69	65	62	
WACC	8,2%	8,6%	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%

Bilans i CF

(mld HUF)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	587	519	490	525	515
CFO/EBITDA LIFO skor.	85%	86%	70%	93%	91%
Capex	370	289	293	292	289
Kapitał obrotowy	94	156	299	313	334
Kapitał własny	1 452	1 492	1 746	1 891	2 014
Dług netto	474	606	484	334	195
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	1,0	0,7	0,6	0,3

Analiza porównawcza

	17P	P/E	18P	19P	EV/EBITDA	17P	18P	19P
Minimum	5,3	4,6	3,6	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3
Maksimum	23,9	22,8	20,6	8,7	9,0	9,0	9,4	9,4
Mediana	11,3	13,2	12,2	5,5	5,7	5,7	5,2	5,2
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%	20%	20%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 374
Dług netto i korekty	445
Segment wydobywczy	567
Wycena DCF na akcję (HUF)	2 120

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	3 630
DCF	50%	2 120
Cena wynikowa		2 875
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		3 077

PGNiG akumuluj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W niniejszym raporcie tylko nieznacznie korygujemy nasze prognozy i wycenę z uwagi na zmiany założeń dla kursu USD/PLN. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj. Nadal uważamy, że rynek nie zdyskontował perspektywy rychłej liberalizacji sektora gazowego w Polsce i związanej z tym poprawy i stabilizacji wyników w obszarze obrotu. Nasze założenie marży handlowej na segmencie klientów komercyjnych uważamy za konserwatywne, szczególnie w kontekście aktualnego wysokiego spreadu transgranicznego, który sygnalizuje przeniesienie na ceny hurtowe kosztów dotychczas pokrywanych przez PGNiG (magazyny, regazyfikacja LNG, białe certyfikaty). 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 (finalna rezerwacja przepustowości oczekiwana jeszcze w tym miesiącu). Nie można również zapominać o zbliżającym się wyroku arbitrażu rozstrzygającego spór z Gazpromem (z uwagi na chorobę jednego z sędziów może się to przesunąć na grudzień), który może zapewnić nie tylko retrospektywną kompensatę (nawet do 0,6-07 mld USD), ale przede wszystkim skorygować niekorzystną formułę cenową i klauzulę take-or-pay.

Cena bieżąca

6,79 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,73 PLN

+13,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	7,73 PLN	2017-10-02	
poprzednia	akumuluj	7,57 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	-1,6%	-0,2%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	+25,0%	+0,8%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	18,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	39 234,8	Średni obrót 6M	19,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	36 896,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-10,0%
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	34 292,8	36 501,3	39 957,9
EBITDA	6 080,0	5 974,0	7 416,0	8 089,7	8 562,7
marża EBITDA	16,7%	18,0%	21,6%	22,2%	21,4%
EBIT	3 290,0	3 360,0	4 763,7	5 384,8	5 827,1
Zysk netto	2 134,0	2 351,0	3 567,3	3 992,2	4 338,2
P/E	18,8	16,7	11,0	9,8	9,0
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	6,6	6,7	5,0	4,4	4,0
DPS	0,20	0,18	0,20	0,31	0,35
DYield	2,9%	2,7%	2,9%	4,5%	5,1%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			+1,8%	+1,8%	+0,6%
Zysk netto			+2,0%	+1,9%	+2,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz EU (EUR/MWh)			-0,1%	+1,4%	+1,4%
USD/PLN			+1,0%	+3,3%	+1,4%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	7 064	6 904	7 416	8 090	8 563
EBITDA	6 080	5 974	7 416	8 090	8 563
wydobycie	2 426	2 206	4 023	4 339	4 672
obróć	623	614	255	908	937
dystribucja	2 339	2 559	2 504	2 287	2 315
energetyka	679	759	875	803	891
pozostałe	13	-164	-241	-247	-252
Saldo finansowe	-276	-150	1	3	26
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	17,2	18,4	20,3	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8
USD/PLN	3,80	3,62	3,60	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Przychody	34 293	36 501	39 958	41 251	44 009	43 893	40 521	39 982	39 160	38 230	38 230
EBITDA	7 416	8 090	8 563	9 116	9 457	9 125	9 002	9 007	8 862	8 715	8 715
marża EBITDA	21,6%	22,2%	21,4%	22,1%	21,5%	20,8%	22,2%	22,5%	22,6%	22,8%	22,8%
EBIT	4 764	5 385	5 827	6 321	6 657	6 273	6 088	6 014	5 833	5 766	4 838
Podatek	1 197	1 395	1 509	1 947	2 068	1 940	1 862	1 816	1 716	1 663	1 468
CAPEX	-4 078	-4 215	-3 728	-3 763	-3 791	-3 808	-3 832	-3 855	-3 858	-3 877	-3 877
Kapitał obrotowy	-65	-130	-204	-76	-163	7	199	32	48	55	55
FCF	2 077	2 349	3 121	3 329	3 434	3 384	3 508	3 368	3 337	3 230	3 425
PV FCF	2 015	2 084	2 531	2 468	2 327	2 096	1 986	1 743	1 579	1 397	
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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	7 271	5 922	8 184	6 989	7 296
CFO/EBITDA	120%	99%	110%	86%	85%
Capex	3 154	2 968	4 078	4 215	3 728
Kapitał obrotowy	2 843	3 619	2 023	2 154	2 358
Kapitał własny	30 736	32 013	34 425	36 633	38 975
Dług netto	360	523	-2 341	-3 286	-4 840
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	5,6	5,2	5,9	4,4	3,9	4,0
Maksimum	20,8	19,8	18,4	11,9	11,0	10,6
Mediana	13,6	13,7	13,3	6,4	6,4	6,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	43 166
Dług netto	1 679
Inne korekty	835
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,32

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	42%	7,83
DYield-porównawcza	8%	3,85
DCF	50%	7,32
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		7,73

PKN Orlen sprzedaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Huragan Harvey bardzo mocno wpłynął na wysokość marż rafineryjnych i petrochemicznych we wrześniu, co wraz z odbiciem dyferencjału i umocnieniem dolara stanowi argument do podniesienia prognoz tegorocznego strumienia EBITDA LIFO, szczególnie że Spółka miała jeszcze rezerwy w użyciu mocy i zapewne wykorzystała je pod koniec 3Q. W kolejnych latach nadal utrzymujemy nasze konserwatywne założenia dla rentowności przerobu, które są pochodną zarówno przyjętej wzrostowej ścieżki cen ropy jak i oczekiwanego obniżenia wskaźnika użycia mocy w ujęciu globalnym (efekt normalizacji popytu przy coraz większej skali nowych mocy wchodzących na rynek). Sceptycznie podchodzimy również do rynkowych oczekiwań w zakresie utrzymania wysokich marż petrochemicznych. Niemniej jednak wspomniana rewizja roku bieżącego w połączeniu z wyższymi wskaźnikami w spółkach porównywalnych skutkuje podniesieniem naszej ceny docelowej o 6%. Rekomendacja sprzedaż pozostaje bez zmian. Na tegorocznych rekordowych wynikach Spółka jest wyceniana na 5,4x EV/EBITDA LIFO, ale przy założeniu normalizacji warunków otoczenia ten wskaźnik rośnie do 9,0x. Tak duża dysproporcja dobrze obrazuje wysoką wrażliwość wyników Orlenu zarówno na modelowe marże rafineryjne i petrochemiczne, jak i poziom użycia 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.

Cena bieżąca

121,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

86,55 PLN

-28,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	sprzedaj	86,55 PLN	2017-10-02
poprzednia	sprzedaj	81,50 PLN	2017-09-01
Podstawowe dane			
	PKN PW	Zmiana 1M	+2,4% +3,9%
	PLPKN0000018	Zmiana YTD	+47,9% +23,7%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	83,9 mln PLN
MC (mln PLN)	52 052,2	Średni obrót 6M	93,5 mln PLN
EV (mln PLN)	55 528,4	EV/EBITDA 12M fwd	6,2 +5,1%
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	101 178,4	104 399,2	114 072,1
EBITDA	6 235,0	9 642,0	11 038,2	6 883,2	6 644,1
marża EBITDA	7,1%	12,1%	10,9%	6,6%	5,8%
EBIT	4 340,0	7 532,0	8 678,8	4 110,7	3 704,1
Zysk netto	2 837,0	5 261,0	6 618,3	3 105,3	2 522,5
P/E	18,3	9,9	7,9	16,8	20,6
P/BV	2,3	1,9	1,6	1,5	1,5
EV/EBITDA	9,8	6,0	5,0	8,5	8,9
DPS	1,65	2,13	3,00	3,40	2,18
DYield	1,4%	1,8%	2,5%	2,8%	1,8%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO			+11,4%	+2,6%	+1,6%
Zysk netto			+12,7%	+7,9%	+3,4%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			+12,1%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			+6,5%	0,0%	0,0%
USD/PLN			+1,0%	+3,3%	+1,4%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO skor.	10 111	7 668	10 219	6 484	6 279
rafineria	6 104	4 549	5 220	2 303	1 878
petchem	3 033	1 776	3 171	2 183	2 526
detal	1 556	1 832	2 062	1 861	1 899
upstream	44	255	291	350	411
energetyka	0	0	139	518	333
koszty ogólne	-626	-744	-664	-731	-767
EV/EBITDA LIFO skor.	6,0	7,6	5,4	9,0	9,4
Efekt LIFO	-1 510	86	366	399	366
Inne zd. jednorazowe	-2 366	1 888	453	0	0
Saldo finansowe	-642	-645	129	-24	-227
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	7,1	5,3	5,7	2,8	2,3
detal EBITDA/tonę	195	224	235	207	207
Przerób ropy mln ton	30,9	29,6	32,8	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	7,9	5,5	5,0	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Marża petchem	494	342	334	380	338	338	338	338	338	338	337,9
USD/PLN	3,80	3,62	3,60	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Przychody	101 178	104 399	114 072	127 013	136 012	136 679	137 346	138 053	138 747	139 462	139 462
EBITDA	10 585	6 883	6 644	7 673	7 526	7 571	7 679	7 731	7 747	7 779	7 779
marża EBITDA	10,5%	6,6%	5,8%	6,0%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
EBIT	8 226	4 111	3 704	4 547	4 433	4 446	4 537	4 497	4 415	4 344	4 429
Podatek	1 563	781	704	864	842	845	862	854	839	825	842
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	-286	-2 349	-1 929	-1 761	-635	-99	-99	-105	-103	-106	-106
FCF	3 737	-1 147	661	1 698	2 699	3 277	3 368	3 422	3 455	3 498	3 265
PV FCF	3 641	-1 036	554	1 319	1 941	2 182	2 076	1 953	1 826	1 711	
WACC	8,1%	7,8%	7,8%	7,9%	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	9 079	3 758	4 054
CFO/EBITDA LIFO skor.	53%	122%	89%	58%	65%
Capex	3 079	5 033	5 000	4 900	3 350
Kapitał obrotowy	6 654	6 144	6 430	8 779	10 708
Kapitał własny	22 173	26 763	32 098	33 747	35 338
Dług netto	6 810	3 363	438	3 061	3 515
Dług netto/EBITDA (x)	1,1	0,3	0,0	0,4	0,5

Analiza porównawcza

	17P	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	18P	19P
Minimum	5,5	6,1	5,7	2,4	2,4	2,4	2,3	
Maksimum	20,7	17,0	15,4	11,0	9,5	8,8		
Mediana	8,3	10,4	11,0	5,9	6,4	6,1		
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%		

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	38 939
Dług netto	3 877
Inne korekty	-2 522
Wycena DCF na akcję (PLN)	76,08

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	86,75
DCF	50%	76,08
Cena wynikowa		81,42
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		86,55

Energetyka

CEZ

kupuj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Notowania CEZ zaczęły pozytywnie reagować na korzystne trendy na rynku energii napędzane zarówno przez ceny węgla jak i CO₂. W tym drugim przypadku wydaje się, że ostatnie wzrosty to dopiero początek i w scenariuszu przeforsowania reformy systemu ETS (przyspieszenie tempa przenoszenia uprawnień do rezerwy stabilizacyjnej i trwałe wycofanie części certyfikatów – konsensus możliwy już 12 października) można spodziewać się przebicia 10 EUR/t, co oczywiście przy relatywnie niskiej emisyjności aktywów wytwórczych CEZ (poniżej 0,5 t CO₂/MWh) bezpośrednio przekłada się na wartość koncernu. W modelu zaktualizowaliśmy prognozy cen uprawnień i energii na najbliższe 2 lata średnio o 2,5 EUR/MWh. Oczywiście z uwagi na transakcje zabezpieczające (80% energii sprzedanej na rok 2018 i 50% na rok 2019) nie przekłada się to 1:1 na szacunki EBITDA, ale na pewno uwiarygadnia to scenariusz trwałego odwrócenia trendu na zyskach spółki (oprócz wyższych cen to efekt wyższej dyspozycyjności mocy jądrowych, nowych bloków węglowych oraz wzrostu segmentu OZE) i poprawia perspektywę FCF (wspomniany hedging na rok 2019 był realizowany przy cenie 29,5 EUR/MWh vs. aktualny forward 34 EUR/MWh). Nadal ryzykiem dla spółki są przypadające na 21 października wybory parlamentarne w Czechach, ale zakładamy że podobnie jak w poprzednich latach, populistyczne hasła polityków (w sondażach prowadzi partia ANO, której lider kilkakrotnie krytykował niektóre posunięcia CEZ jak np. chęć sprzedaży elektrowni węglowej) nie przełożą się na nieracjonalne decyzje biznesowe. Uwzględniając nową ścieżkę cen energii korygujemy naszą cenę docelową dla akcji CEZ do poziomu 512,33 CZK i podnosimy rekomendację z akumuluj do kupuj.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	65 065	58 596	53 785	58 046	59 024
EBITDA	65 265	58 206	55 585	58 046	59 024
wytwarzanie	31 354	25 403	23 116	25 078	26 314
wydobycie	4 321	4 413	4 104	4 182	4 266
dyskrybucja	20 082	20 386	19 254	20 796	20 354
obrót	6 898	5 489	5 619	5 549	5 579
pozostałe	2 610	2 515	3 491	2 441	2 511
Saldo finansowe	-2 066	-6 786	-1 816	-5 153	-5 534
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	148,8	145,9	145,6
WRA w mld CZK	107,1	110,5	114,0	120,9	127,9
zwrot na WRA (EBIT)	11,9%	13,0%	11,5%	11,9%	10,7%

Model DCF

(mln CZK)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Energia (EUR/MWh)	32,0	34,6	35,6	36,0	36,2	36,2	36,2	36,2	36,2	36,2	36,2
EUR/CZK	26,5	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1
CO ₂ (EUR/t)	5,4	7,0	8,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Przychody	205 112	207 604	213 245	222 899	226 964	228 604	229 729	230 812	231 904	233 005	233 005
EBITDA	59 174	61 725	62 795	64 929	64 740	64 346	64 757	65 215	65 647	65 918	65 918
marża EBITDA	28,8%	29,7%	29,4%	29,1%	28,5%	28,1%	28,2%	28,3%	28,3%	28,3%	28,3%
EBIT	25 724	27 950	28 777	30 222	30 569	29 634	29 442	29 783	29 911	29 850	32 719
Podatek	5 402	5 869	6 043	6 347	6 418	6 221	6 180	6 250	6 276	6 262	6 180
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	-1 320	-512	-1 159	-1 984	-835	-337	-231	-223	-224	-226	-224
FCF	16 939	20 380	20 929	22 135	24 187	24 516	25 147	25 662	26 233	26 730	26 314
PV FCF	16 706	19 020	18 480	18 491	19 112	18 322	17 769	17 138	16 552	15 929	
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

441,30 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

512,33 CZK

+16,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	512,33 CZK	2017-10-02	
poprzednia	akumuluj	468,78 CZK	2017-09-01	
Podstawowe dane		CEZ CP	vs. WIG	
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	+6,3%	+7,7%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+11,2%	-13,1%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	204,8 mln CZK	
MC (mld CZK)	237,4	Średni obrót 6M	167,1 mln CZK	
EV (mld CZK)	401,8	EV/EBITDA 12M fwd	7,3	+9,2%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	6,7	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	210 167,0	203 744,0	205 112,0	207 603,6	213 244,5
EBITDA	65 265,0	58 206,0	55 585,2	58 046,0	59 024,3
marża EBITDA	31,1%	28,6%	27,1%	28,0%	27,7%
EBIT	28 961,0	26 114,0	25 724,3	27 949,6	28 777,2
Zysk netto	20 739,0	14 281,0	17 758,4	16 932,5	17 264,5
P/E	11,4	16,6	13,4	14,0	13,8
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,7	6,6	7,2	6,9	6,8
DPS	39,61	39,64	33,00	29,71	28,33
DYield	9,0%	9,0%	7,5%	6,7%	6,4%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		-1,5%	+1,9%	+2,1%	
Zysk netto		-3,6%	+4,7%	+5,3%	
Energia (EUR/MWh)		+7,8%	+13,7%	+15,9%	
EUR/CZK		-0,4%	-0,8%	-0,8%	
CO ₂ (EUR/t)		+8,0%	+40,0%	+45,5%	

Bilans i CF

(mln CZK)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	72 579	48 953	55 015	54 364	54 680
CFO/EBITDA	111%	84%	99%	94%	93%
Capex	31 909	35 553	35 513	34 963	34 663
Kapitał obrotowy	30 852	40 832	42 152	42 664	43 823
Kapitał własny	267 893	256 812	256 817	257 767	259 792
Dług netto	131 899	140 886	159 865	160 615	160 394
Dług netto/EBITDA (x)	2,0	2,4	2,9	2,8	2,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,0	5,2	6,4	4,7	4,5	4,4
Maksimum	16,1	15,5	15,0	9,0	8,4	8,4
Mediana	13,3	12,8	12,0	6,7	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	504 907
Dług netto	160 425
Inne korekty	-50 092
Wycena DCF na akcję (CZK)	547,20

Wycena

(CZK)	waga	cena
Porównawcza	33%	286,12
DYield-porównawcza	17%	697,82
DCF	50%	547,20
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		512,33

Enea trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs Enei w ostatnim miesiącu wpisał się w ogólną korektę w polskim sektorze energetycznym, ale naszym zdaniem nie generuje to okazji inwestycyjnej. Ostatnie tendencje na TGE wskazują bowiem, że branża nie jest w stanie przełożyć zapowiadanych podwyżek cen węgla na ceny energii, a dodatkowo clean dark spread jest pod presją z uwagi na rosnące koszty CO₂, które zostały tylko w połowie odzwierciedlone w notowaniach prądu. W takim otoczeniu zintegrowany pionowo profil działalności Enei nie generuje dodatkowej wartości dla akcjonariuszy. Uwzględniając obniżone prognozy marży na wytwarzaniu skorygowaliśmy prognozy EBITDA dla segmentu (podnosząc jednocześnie trochę szacunki wyników w obszarze wytwarzania w związku z wyższymi notowaniami węgla ARA), co przełożyło się na obniżenie ceny docelowej do poziomu 14,59 PLN (poprzednio 15,23 PLN). Rekomendację trzymaj pozostawiamy bez zmian. Finalne wyniki za 2Q nie mają wpływu na nasze prognozy rachunku wyników, ale zdecydowaliśmy się przesunąć część capex na rok kolejny z uwagi na niskie wykonanie YTD. Ryzykiem dla Enei jest dalszy wzrost cen zielonych certyfikatów (presja na wyniki obrotu) oraz 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

14,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,59 PLN

-1,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	14,59 PLN	2017-10-02
poprzednia	trzymaj	15,23 PLN	2017-09-01
Podstawowe dane			
	ENA PW	Zmiana 1M	-1,9%
Ticker	PLENEA000013	Zmiana YTD	+35,8%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	6,7 mln PLN
MC (mln PLN)	6 533,4	Średni obrót 6M	7,5 mln PLN
EV (mln PLN)	13 741,3	EV/EBITDA 12M fwd	4,6
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	9 848,4	11 255,7	11 469,9	12 094,4	12 018,9
EBITDA	2 129,9	2 327,8	2 686,7	3 032,3	2 885,6
marża EBITDA	21,6%	20,7%	23,4%	25,1%	24,0%
EBIT	-162,1	1 119,3	1 518,8	1 657,7	1 481,5
Zysk netto	-434,9	784,4	1 033,3	995,5	819,3
P/E	-	8,3	6,3	6,6	8,0
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	5,3	5,0	5,1	4,6	4,9
DPS	0,47	0,00	0,25	0,35	0,34
DYield	3,2%	0,0%	1,7%	2,4%	2,3%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-0,7%	-3,8%	-1,8%
Zysk netto			-0,4%	-9,4%	-8,5%
Energia (PLN/MWh)			+0,1%	-2,3%	+3,0%
Węgiel (PLN/t)			+2,5%	+1,5%	+5,9%
CO ₂ (EUR/t)			+8,0%	+40,0%	+45,5%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	1 972	2 520	2 675	3 032	2 886
EBITDA	2 130	2 328	2 687	3 032	2 886
wytwarzanie	895	517	767	1 073	867
wydobycie	114	609	689	772	774
distribucja	1 139	1 111	1 066	1 093	1 146
obrót	126	154	214	165	169
pozostałe	-187	-67	-49	-71	-70
Saldo finansowe	-247	-51	-92	-244	-289
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	2 198	2 669	2 649
CFO/EBITDA	104%	104%	82%	88%	92%
Capex	2 847	2 688	2 514	2 336	2 371
Kapitał obrotowy	1 159	1 132	1 327	1 399	1 390
Kapitał własny	11 338	12 176	13 099	13 939	14 609
Dług netto	3 932	4 379	6 272	6 338	6 499
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	1,9	2,3	2,1	2,3

Analiza porównawcza

	17P	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	18P	19P
Minimum	5,0	5,2	6,4	4,7	4,5	4,4		
Maksimum	17,2	15,5	15,0	9,0	8,4	8,4		
Mediana	14,2	12,8	12,3	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)	161,2	162,6	157,0	157,2	146,8	146,8	146,8	148,8	148,8	148,8	148,8
Węgiel (PLN/t)	205,0	217,3	216,4	204,8	204,8	204,8	204,8	204,8	204,8	204,8	204,8
CO ₂ (EUR/t)	5,4	7,0	8,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Przychody	11 470	12 094	12 019	12 054	11 790	11 922	12 129	12 396	12 538	12 647	12 647
EBITDA	2 687	3 032	2 886	2 789	3 074	3 111	3 232	3 427	3 469	3 492	3 492
marża EBITDA	23,4%	25,1%	24,0%	23,1%	26,1%	26,1%	26,6%	27,6%	27,7%	27,6%	27,6%
EBIT	1 519	1 658	1 481	1 369	1 627	1 632	1 683	1 803	1 804	1 846	1 386
Podatek	289	315	281	260	309	310	320	342	343	351	263
CAPEX	-2 514	-2 336	-2 371	-2 809	-2 850	-2 654	-2 197	-2 070	-2 106	-2 146	-2 106
Kapitał obrotowy	-195	-72	9	-4	30	-15	-24	-31	-16	-13	-16
FCF	-1 686	309	242	-284	-54	132	691	984	1 005	982	1 106
PV FCF	-1 660	286	209	-231	-41	95	470	629	604	554	
WACC	6,4%	6,6%	6,6%	6,4%	6,3%	6,1%	6,2%	6,3%	6,5%	6,6%	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	12 481
Dług netto	4 490
Inne korekty	-1 983
Wycena DCF na akcję (PLN)	13,61

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	25,72
DYield-porównawcza	0%	7,37
DCF	100%	13,61
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		14,59

Energa akumuluj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Uchwalona nowelizacja ustawy o OZE (wypowiedzenie umów na odbiór świadectw pochodzenia) została już co prawda zdyskontowana w kursie Energi, ale wszystko wskazuje na to, że w średnim terminie spółka dodatkowo zyska na drożących mocniej niż można było oczekiwać zielonych certyfikatów (0,6 TWh rocznej produkcji OZE). Zwracamy też uwagę, że komunikaty Zarządu wskazują, iż pozytywny efekt zaprzestania wykonywania długoterminowych kontraktów na zakup certyfikatów może być wyższy niż ten przyjęty w naszych prognozach (260 mln PLN vs 230 mln PLN). Istotne jest również to, że spółka nie jest wrażliwa na aktualne negatywne trendy na rentowności wytwarzania konwencjonalnego w Polsce (nadpodaż uniemożliwiająca przeniesienie na rynek wyższych kosztów CO₂ i węgla) z uwagi na to, iż większość produkcji w Elektrowni Ostrołęka jest realizowana w wymuszeniu. W tym kontekście ostatnie spadki kursu stanowią w naszej opinii okazję inwestycyjną. Uwzględniając nowe wyższe ścieżki cenowe dla zielonych certyfikatów (roczny wzrost o 20%) podnosimy nasze prognozy dla obszaru OZE, co przekłada się na wzrost ceny docelowej do 14,49 PLN na akcję (poprzednio 13,50 PLN). W tym kontekście podnosimy rekomendację z trzymaj do akumuluj. Zwracamy uwagę, że momentum wynikowe Energi w 2018 roku będzie pozytywnie wyróżniać się na tle branży (wspomniana niska baza w obrocie i brak presji na wytwarzaniu oraz efekt zniesienia obowiązku SZU), a jej wskaźniki EV/EBITDA dla lat 2018-19 są obecnie najniższe w sektorze.

Cena bieżąca

13,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,49 PLN

+8,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	14,49 PLN	2017-10-02
poprzednia	trzymaj	13,50 PLN	2017-09-01
Podstawowe dane			
	ENG PW	Zmiana 1M	-3,3% -1,9%
Ticker	PLENERG00022	Zmiana YTD	+50,4% +26,2%
ISIN		Średni obrót 1M	11,4 mln PLN
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 6M	14,4 mln PLN
MC (mln PLN)	5 548,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,7 -6,9%
EV (mln PLN)	10 133,0	EV/EBITDA 5Y avg	5,1 dyskonto
Free float	48,5%		

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	10 804,0	10 181,0	10 574,8	10 711,0	10 777,9
EBITDA	2 213,0	2 027,0	2 037,7	2 190,5	2 250,0
marża EBITDA	20,5%	19,9%	19,3%	20,5%	20,9%
EBIT	1 280,0	487,0	1 058,8	1 204,7	1 239,9
Zysk netto	832,0	151,0	740,4	793,8	791,3
P/E	6,7	36,7	7,5	7,0	7,0
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,3	5,1	5,0	4,6	4,5
DPS	1,44	0,49	0,19	0,27	0,29
DYield	10,7%	3,7%	1,4%	2,0%	2,2%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			+0,9%	+1,2%	+2,0%
Zysk netto			+2,1%	+2,9%	+5,1%
Energia (PLN/MWh)			+0,1%	-2,3%	+3,0%
Węgiel (PLN/t)			+2,5%	+1,5%	+5,9%
CO ₂ (EUR/t)			+8,0%	+40,0%	+45,5%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	2 090	2 040	1 991	2 190	2 250
EBITDA	2 213	2 027	2 038	2 190	2 250
wytwarzanie konw./CHP	164	195	201	177	165
OZE	228	119	131	142	142
dystribucja	1 688	1 720	1 673	1 663	1 732
obróć	172	40	41	269	273
pozostałe	-39	-48	-7	-61	-62
Saldo finansowe	-228	-282	-137	-217	-256
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)	161,2	162,6	157,0	157,2	146,8	146,8	146,8	148,8	148,8	148,8	148,8
Węgiel (PLN/t)	205,0	217,3	216,4	204,8	204,8	204,8	204,8	204,8	204,8	204,8	204,8
CO ₂ (EUR/t)	5,4	7,0	8,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Przychody	10 575	10 711	10 778	10 979	10 918	11 109	11 300	11 402	11 455	11 511	11 511
EBITDA	2 038	2 190	2 250	2 261	2 292	2 334	2 485	2 601	2 602	2 648	2 628
marża EBITDA	19,3%	20,5%	20,9%	20,6%	21,0%	21,0%	22,0%	22,8%	22,7%	23,0%	22,8%
EBIT	1 059	1 205	1 240	1 222	1 218	1 221	1 293	1 387	1 403	1 462	1 173
Podatek	201	229	236	232	231	222	246	263	267	278	223
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	60	-20	-10	-29	9	-28	-28	-15	-8	-8	-15
FCF	315	380	169	-190	-178	11	587	873	873	900	935
PV FCF	310	348	144	-151	-131	8	377	522	485	463	0
WACC	7,3%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%	7,5%	7,7%	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	1 923	1 983	2 053
CFO/EBITDA	72%	88%	94%	91%	91%
Capex	1 602	1 580	1 581	1 561	1 836
Kapitał obrotowy	1 398	1 608	1 548	1 568	1 577
Kapitał własny	8 770	8 777	9 439	10 121	10 792
Dług netto	3 879	4 664	4 535	4 448	4 611
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	2,3	2,2	2,0	2,0

Analiza porównawcza

	17P	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	18P	19P
Minimum	5,0	5,2	6,4	4,7	4,6	4,8		
Maksimum	17,2	15,5	15,0	9,0	8,4	8,4		
Mediana	14,2	12,8	12,3	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	10 501
Dług netto	4 666
Inne korekty	-210
Wycena DCF na akcję (PLN)	13,59

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	24,22
DYield-porównawcza	0%	5,47
DCF	100%	13,59
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		14,49

PGE trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs PGE znalazł się w ostatnich tygodniach pod presją, co było związane z negatywnym trendami na notowaniach energii na TGE. Cena rocznego kontraktu na energię nie tylko nie odzwierciedla zapowiadanych podwyżek cen węgla, ale również nie uwzględnia 1:1 znacznego wzrostu kosztów uprawnień emisyjnych. Ceny paliwa nie powinny co prawda infekować marży jednostek wytwórczych PGE (spółkę „chroni” długoterminowa umowa z PGG), ale liczyliśmy że rynkowa podwyżka cen energii pozwoli koncernowi na zrealizowanie dodatkowych zysków wynikających z integracji pionowej. Większym problemem jest natomiast CO₂, które jest obiektywnym kosztem dla wszystkich, a elektrownie na węgiel brunatny są w tym wypadku w gorszej pozycji. Trudno tłumaczyć słabe odczyty z TGE niskim wolumenem, gdyż nie różni się on drastycznie r/r (dotychczas zawarto kontrakty roczne na 32 TWh vs. 36,5 TWh rok wcześniej) i we wrześniu aktywność sezonowo wyraźnie wzrosła. Nie byłoby też racjonalne założenie, iż w kontraktach bilateralnych PGE jest w stanie sprzedawać prąd drożej niż na giełdzie (aktualna średnia ważona cena w zawartych kontraktach to 162 PLN/MWh). W tym kontekście obniżamy naszą ścieżkę cenową dla energii i clean dark spread z uwagi na wyższe koszty CO₂. W efekcie korygujemy prognozy finansowe dla PGE (uwzględniamy też opóźnienie projektu w Opolu) i cenę docelową do 13,61 PLN (poprzednio 14,98 PLN), ale z uwagi na ostatnie spadki kursu rekomendacja pozostaje neutralna. Zwracamy uwagę, że dodatkowym negatywnym rozczarowaniem może być opóźnienie we wdrożeniu wsparcia dla kogeneracji (prezentacja ostatnio została zdjęta ze strony ministerstwa), co zmniejszy siłę oddziaływania nowej strategii Grupy, która pojawi się po ogłoszeniu przejęcia EDF.

Cena bieżąca

13,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

13,61 PLN

+2,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	13,61 PLN	2017-10-02	
poprzednia	trzymaj	14,98 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-8,8%	-7,4%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	+27,3%	+3,1%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	30,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	24 868,1	Średni obrót 6M	28,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	35 295,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,9	-3,1%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	28 542,0	28 092,0	22 975,0	22 793,2	23 003,9
EBITDA	8 228,0	7 376,0	8 030,3	7 701,5	7 217,0
marża EBITDA	28,8%	26,3%	35,0%	33,8%	31,4%
EBIT	-3 589,0	3 512,0	5 341,9	4 671,5	3 864,3
Zysk netto	-3 032,0	2 568,0	4 116,1	3 427,6	2 707,4
P/E	-	9,7	6,0	7,3	9,2
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,3	4,1	4,4	4,6	4,9
DPS	0,78	0,25	0,00	0,00	0,00
DYield	5,9%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-0,1%	-5,3%	-3,6%
Zysk netto			+0,1%	-8,4%	-7,4%
Energia (PLN/MWh)			+0,1%	-2,3%	+3,0%
Węgiel (PLN/t)			+2,5%	+1,5%	+5,9%
CO2 (EUR/t)			+8,0%	+40,0%	+45,5%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	7 466	6 124	7 962	7 702	7 217
EBITDA	8 228	7 376	8 030	7 702	7 217
wytwarzanie	4 698	4 182	4 651	4 279	3 756
OZE	391	365	301	323	324
distribucja	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	-250	-432	-517
Produkcja energii TWh	55,6	53,7	70,7	69,6	78,3
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)	161,2	162,6	157,0	157,2	146,8	146,8	146,8	148,8	148,8	148,8	148,8
Węgiel (PLN/t)	205,0	217,3	216,4	204,8	204,8	204,8	204,8	204,8	204,8	204,8	204,8
CO2 (EUR/t)	5,4	7,0	8,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Przychody	22 975	22 793	23 004	23 753	22 633	22 894	23 162	23 702	23 987	24 234	24 234
EBITDA	8 030	7 702	7 217	7 281	7 484	7 482	7 459	7 646	7 676	7 658	7 658
marża EBITDA	35,0%	33,8%	31,4%	30,7%	33,1%	32,7%	32,2%	32,3%	32,0%	31,6%	31,6%
EBIT	5 342	4 672	3 864	3 680	3 715	3 535	3 336	3 330	3 152	3 205	3 613
Podatek	1 015	888	734	699	706	672	634	633	599	609	687
CAPEX	-7 280	-6 946	-5 844	-4 251	-4 091	-4 040	-3 940	-3 992	-4 045	-4 098	-4 045
Kapitał obrotowy	606	22	-25	-89	133	-31	-32	-64	-34	-29	-34
FCF	-4 428	-111	614	2 243	2 820	2 740	2 853	2 957	2 999	2 922	2 893
PV FCF	-4 345	-101	517	1 745	2 025	1 814	1 742	1 664	1 556	1 398	
WACC	7,9%	7,9%	8,0%	8,2%	8,4%	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	6 777	6 391	7 667	6 916	6 554
CFO/EBITDA	82%	87%	95%	90%	91%
Capex	8 606	7 935	7 280	6 946	5 844
Kapitał obrotowy	3 388	3 325	2 719	2 698	2 723
Kapitał własny	40 321	42 679	46 795	50 223	52 930
Dług netto	2 304	4 909	9 542	10 005	9 811
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,7	1,2	1,3	1,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,0	5,2	6,4	4,7	4,5	4,4
Maksimum	17,2	15,5	15,0	9,0	8,4	8,4
Mediana	14,2	12,8	12,3	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	31 360
Dług netto	4 909
Inne korekty	-2 594
Wycena DCF na akcję (PLN)	12,76

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	20,50
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	12,76
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		13,61

Tauron trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Ceny energii w Polsce na rok 2018, ku naszemu zaskoczeniu, nie odzwierciedlają w pełni ani planowanych podwyżek cen węgla PGG (nie widać tego nawet w premii szczytowej), ani rosnących kosztów uprawnień do emisji CO₂, mimo że wkraczamy już w kulminacyjny okres kontraktowania portfeli przez spółki obrotu. 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). Dodatkowym problemem dla spółki mogą być rosnące ceny zielonych certyfikatów, co jest pochodną kolejnych aukcji migracyjnych ogłaszanych przez URE. Będzie to bowiem oznaczać presję na marże w segmencie handlowym, szczególnie że ten rok ustala dość wysoko bazę odniesienia. Pod znakiem zapytania, w kontekście tegorocznego negatywnego zaskoczenia (problemy z uruchomieniem dodatkowych ścian i mniejszy niż zakładaliśmy efekt rosnących cen spotowych na sortymentach grubych i średnich), jest również oczekiwana istotna poprawa wyników w kopalniach Tauronu. Po uwzględnieniu mniej korzystnej ścieżki dla clean dark spread (CO₂ i węgiel nieskompensowane cenami energii) obniżamy nasze prognozy i cenę docelową dla Tauronu do 3,64 PLN/akcję (poprzednio 3,89 PLN), ale utrzymujemy neutralną rekomendację.

Cena bieżąca

3,75 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,64 PLN

-2,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	3,64 PLN	2017-10-02
poprzednia	trzymaj	3,89 PLN	2017-09-01
Podstawowe dane			
		TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	-4,8%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-3,4%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	+31,6%
MC (mln PLN)	6 572,1	Średni obrót 6M	+7,4%
EV (mln PLN)	16 498,4	EV/EBITDA 12M fwd	11,3 mln PLN
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	11,5 mln PLN
			4,9
			-1,4%
			4,9
			dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	18 264,4	17 646,5	17 553,2	17 840,2	17 939,6
EBITDA	3 523,2	3 336,8	3 673,2	3 543,6	3 491,9
marża EBITDA	19,3%	18,9%	20,9%	19,9%	19,5%
EBIT	-1 901,2	801,5	2 014,4	1 880,5	1 690,5
Zysk netto	-1 807,4	367,5	1 469,6	1 261,8	1 024,9
P/E	-	17,9	4,5	5,2	6,4
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,1	4,6	4,5	5,0	5,3
DPS	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz				2017P	2018P
EBITDA				-1,9%	-2,5%
Zysk netto				-3,8%	-5,6%
Energia (PLN/MWh)				0,0%	+0,1%
Węgiel (PLN/t)				+2,5%	+1,5%
CO2 (EUR/t)				+8,0%	+40,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	3 533	3 374	3 470	3 544	3 492
EBITDA	3 523	3 337	3 673	3 544	3 492
wytwarzanie	755	545	440	355	198
OZE	9	-82	73	185	170
dyskretacja	2 372	2 395	2 332	2 409	2 518
obróć	380	490	796	562	570
pozostałe	7	-11	32	33	35
Saldo finansowe	-287	-293	-177	-303	-409
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	3 318	3 220	3 233
CFO/EBITDA	96%	92%	90%	91%	93%
Capex	3 974	3 647	4 382	4 233	3 539
Kapitał obrotowy	706	517	504	513	515
Kapitał własny	16 018	16 649	18 059	19 261	20 225
Dług netto	7 774	8 595	9 898	11 275	12 051
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	2,6	2,7	3,2	3,5

Analiza porównawcza

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

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Energia (PLN/MWh)	161,2	162,6	157,0	157,2	146,8	146,8	146,8	148,8	148,8	148,8	148,8
Węgiel (PLN/t)	205,0	217,3	216,4	204,8	204,8	204,8	204,8	204,8	204,8	204,8	204,8
CO2 (EUR/t)	5,4	7,0	8,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Przychody	17 553	17 840	17 940	18 429	18 270	18 527	18 789	19 138	19 410	19 622	19 622
EBITDA	3 673	3 544	3 492	3 703	3 971	4 046	4 121	4 239	4 319	4 309	4 309
marża EBITDA	20,9%	19,9%	19,5%	20,1%	21,7%	21,8%	21,9%	22,2%	22,3%	22,0%	22,0%
EBIT	2 014	1 880	1 691	1 934	2 116	2 130	2 150	2 209	2 224	2 255	1 587
Podatek	383	357	321	368	402	405	408	420	423	428	301
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	12	-8	-3	-14	5	-7	-7	-10	-8	-6	-8
FCF	-1 080	-1 055	-372	639	828	914	1 021	1 115	1 166	1 150	1 277
PV FCF	-1 064	-982	-327	530	646	669	700	714	696	639	
WACC	6,1%	5,9%	5,8%	6,0%	6,3%	6,6%	6,8%	7,1%	7,3%	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	15 374
Dług netto	8 595
Inne korekty	-807
Wycena DCF na akcję (PLN)	3,41

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	7,85
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	3,41
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		3,64

Telekomunikacja, media, IT

Netia

trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Nie zmieniamy naszego neutralnego podejście do Netii. Spółka zaniedbała pole inwestycji w ciągu ostatniego roku. Podczas gdy Orange rozbudowało swoją sieć światłowodową do 2,0 mln gospodarstw domowych (o ok. 1,0 mln w ciągu roku), Netia zaledwie zaczęła realizację swojego planu modernizacji szybkiej sieci. Przypominamy, że plan inwestycyjny zakładał pokrycie szybką siecią 2,6 mln gospodarstw domowych do 2020 r. Założenia programu oceniliśmy pozytywnie. Pomimo wysokiego CAPEXu, spółka nie utraciłaby potencjału dywidendowego, a modernizacja dotyczyłaby 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 Netia uzyskała dobry wynik penetracji rzędu 8,3%, przy liczbie usług na jednego klienta = 2,1x). Netia poinformowała o chęci przyspieszenia na polu inwestycji. Jednak przy opóźnieniach w modernizacji i przy penetracji na szybkich sieciach rzędu 20%, spółka wykaże naszym zdaniem istotny spadek wyników. Z drugiej Netia jest graczem stacjonarnym do przejęcia. W przypadku trzech graczy tylko mobilnych, Netią może być zainteresowany każdy z nich ze względu na posiadaną infrastrukturę, część B2B generującą ok. 270 mln wyniku EBITDA oraz możliwość oferowania dodatkowych usług dla klientów mobilnych.

Cena bieżąca

3,82 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

4,00 PLN

+4,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	4,00 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane		NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-1,3% +0,1%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-9,5% -33,7%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 287,5	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	1 616,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,6 +6,0%
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	581,8	39,5	23,0	30,1	36,5
P/BV	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	3,4	3,5	4,2	4,9	5,5
DPS	0,60	0,39	0,20	0,20	0,20
DYield	15,7%	10,3%	5,2%	5,2%	5,2%
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%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Klienci linie 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	
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%

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

Notowania Orange Polska uległy ponad 11%-owej przecenie we wrześniu. To reakcja na ogłoszoną aktualizację planu strategicznego, która nie przyniosła przełomu. Zarząd dość chłodno przedstawił wizję spółki, czym zniechęcił inwestorów. Zarząd podkreślił, że nastawia się na dalszą rozbudowę sieci FTTH, co wiąże się z CAPEXem rządu 2,0-2,2 mld PLN rocznie do 2020r. Jak na dużą nieefektywność kosztową, strategia jest ewolucyjna nie rewolucyjna. W dodatku Zarząd nie powiedział wprost jakiego poziomu wyników spodziewa się w nadchodzącym czasie (wg założeń ze strategii powinno być to ok. 3,4 mld PLN w 2020 r., czyli więcej niż zakłada konsensus, co nie zostało wprost podkreślone). Z drugiej strony zwracamy uwagę, że Orange mógł celowo chłodzić oczekiwania inwestorów. Trudno też o pozytywny przekaz z Orange Polska przed falą cięć etatów, która musi nastąpić. Zarząd po raz pierwszy odniósł się też bezpośrednio do cięć kosztów, wcześniej nie podkreślał szeroko działań optymalizacyjnych. Nerwowa reakcja rynku też po ponad 35%-owym rajdzie w górę kursu od kwietnia'17. Nie zmieniamy naszego pozytywnego podejścia do Orange Polska. Nie mamy podstaw do korekty w dół prognozy wyników. Sądymy, że spółka jest niedowartościowana, zwłaszcza patrząc na stabilizację na linii EBITDA (co jest efektem zmiany strategii w ramach akwizycji klienta – w miejsce agresywnego subsydiowania telefonami nowych klientów będzie się koncentrować na monetyzacji istniejącej bazy abonenckiej).

Cena bieżąca

5,29 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,10 PLN

+34,2%

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

Podstawowe dane		OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	-13,3% -11,9%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	-4,0% -28,2%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	15,3 mln PLN
MC (mln PLN)	6 940,5	Średni obrót 6M	14,5 mln PLN
EV (mln PLN)	13 358,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,7 +2,8%
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	27,3	-	90,4	41,4	20,5
P/BV	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	3,2	10,1	4,5	4,6	4,4
DPS	0,50	0,25	0,00	0,00	0,00
DYield	9,5%	4,7%	0,0%	0,0%	0,0%
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
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
telefonnia komórkowa	5 498	6 324	6 231	6 062	6 226
telefonnia 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%

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

	17P	P/E	18P	19P	DYield - RFR	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	17%	17%	17%	0%	0%	50%		

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 akumuluj (obniżona)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Od publikacji naszego raportu analitycznego z października 2016 notowania Agory wzmożniły się o ponad 60%, jednak widzimy dalszy potencjał do wzrostu. 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. Agora ogłosiła ostatnio zmiany w Zarządzie. Grzegorz Kossakowski złożył rezygnację. Jednocześnie zgłoszono dwie kandydatury: Anny Kryńskiej-Godlewskiej (od 20 lat związanej z Media Development Investment Fund) oraz Grzegorza Kani (który pełnił funkcję CFO w Ringier Axel Springer Polska, a od 2014 r. - w Grupie Onet-RAS Polska). Bartosz Hojka, CEO spółki, w komentarzu wskazał, że nowi członkowie Zarządu pozwolą „otworzyć nowy rozdział w działalności i zdecydowanie przyspieszyć działania rozwojowe”. Hojka wyraził gotowość na bardziej aktywne i odważne podejście – zarówno do nowych kwestii, jak i do dotychczasowych inwestycji. Takie wypowiedzi powinny wzmacniać pozytywny sentyment do spółki. Naszym zdaniem inwestorzy nie muszą się obawiać zmian w Zarządzie. Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do spółki, jednak obniżamy zalecenie inwestycyjne do akumuluj z kupuj ze względu na wzrost kursu.

Cena bieżąca

17,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,80 PLN

+9,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	18,80 PLN	2017-10-02	
poprzednia	kupuj	18,80 PLN	2017-07-25	
Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	-3,4%	-2,0%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	+36,5%	+12,3%
Liczba akcji (mln)	47,7	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	815,1	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	836,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,6	+29,5%
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	64,1	-	537,2	51,2	35,9
P/BV	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	7,7	7,4	7,0	6,7	6,5
DPS	0,19	0,75	0,50	0,75	1,00
DYield	1,1%	4,4%	2,9%	4,4%	5,8%
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
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
wylączenia	-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

Nie zmieniamy naszego negatywnego podejścia do Cyfrowego Polsatu. Sądzymy, że po ogłoszeniu dobrych wyników za 2Q'17 katalizatory do wzrostu 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 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 (1,2% 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, 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 rzędu 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.

Cena bieżąca

25,95 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

24,40 PLN

-6,0%

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

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	-1,7%	-0,3%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	+6,9%	-17,3%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	11,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	16 596,1	Średni obrót 6M	13,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	27 733,9	EV/EBITDA 12M fwd	6,8	-5,5%
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	14,3	19,2	15,7	13,4	11,5
P/BV	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	7,9	8,0	7,6	7,3	6,7
DPS	0,00	0,00	0,32	0,36	0,48
DYield	0,0%	0,0%	1,2%	1,4%	1,9%
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	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	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 (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Nie zmieniamy naszego pozytywnego podejścia do Wirtualnej Polski. 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. Dodatkowo, liczymy na sprzedaż kanału telewizyjnego WP1, który generuje obecnie stratę rzędu ok. 3-4 mln PLN na linii EBITDA kwartalnie. Wiadomość o dezinvestycji byłaby naszym zdaniem pozytywnie odebrana przez rynek.

Cena bieżąca

45,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

53,00 PLN

+17,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	53,00 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	-3,2%	-1,8%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	-14,3%	-38,5%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M		2,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 339,9	Średni obrót 6M		1,1 mln PLN
EV (mln PLN)	1 511,2	EV/EBITDA 12M fwd	9,6	-11,7%
Free float	33,6%	EV/EBITDA 5Y avg	10,8	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	309,3	24,5	24,4	18,4	15,4
P/BV	3,7	3,4	3,3	3,0	2,8
EV/EBITDA	16,3	12,4	11,3	9,2	8,0
DPS	0,00	0,00	1,28	1,36	1,82
DYield	0,0%	0,0%	2,9%	3,0%	4,0%
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	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%	32,5%	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

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%		

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%

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

Nie zmieniamy naszego neutralnego podejścia do Asseco Poland. Nie widzimy katalizatorów do wzrostów pomimo napływu pierwszej kontraktacji z dofinansowaniem unijnym na rynek (obecnie rozgrywane są pierwsze duże przetargi, kontraktacja od samorządów i szpitali także ruszyła). Po pierwsze spółka 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 telekom. 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. Dodatkowym ryzykiem dla notowań Asseco Poland jest możliwa utrata kontraktu na utrzymanie Kompleksowego Systemu Informatycznego w ZUS. To jedno z większych kontraktów w grupie Asseco. Pierwszą rundę wygrał Comarch oferując wykonanie projektu za 242 mln PLN. Oferta Asseco Poland była 55% wyższa i wyniosła 374 mln PLN. Wg warunków przetargu 60% kryterium to cena, stąd sądzimy że Comarch jest faworytem w przetargu. Utrata zlecenia od ZUS oznaczałaby dość istotne pogorszenie się wyników spółki matki. Spodziewamy się, że ewentualna decyzja o cięciach zespołu ZUS przyjdzie zapewne z dużym opóźnieniem.

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 Poland (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

46,29 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

44,00 PLN

-4,9%

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

Podstawowe dane			ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	-0,9%	+0,5%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	-9,1%	-33,4%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M		7,5 mln PLN
MC (mln PLN)	3 842,1	Średni obrót 6M		7,5 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,3	+4,8%
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	10,5	12,8	15,5	15,4	15,2
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/S	0,53	0,48	1,06	1,03	1,00
DPS	2,90	3,01	3,01	3,01	3,01
DYield	6,3%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
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 PL 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 sprzedaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka opublikowała dobre wyniki w 2Q'17, gdzie gros rezultatów został wygenerowany przez utrzymującą się wysoką sprzedaż gry Wiedźmin 3: Dziki Gon oraz dodatków do gry. Coraz wyższy udział w wynikach zyskuje Gwint, który obecnie działa w formule otwartych beta-testów. Wyniki spółki były powyżej oczekiwań rynkowych na poziomie EBITDA/zysk netto o odpowiednio 41,9%/40,3% lub o 27 mln PLN/21 mln PLN. Na gros różnicy względem oczekiwań składały się dodatkowe płatności uzyskane od chińskiego partnera. Zarząd spółki zapowiedział wydanie jednoosobowej kampanii gry Gwint oraz opublikował strategię e-sportową dla gry. Oficjalna premiera gry Gwint wraz z kampanią jednoosobową powinny wspierać wyniki w 2017 roku. W 3Q'17 spółka uruchomiła zamkniętą betę dla użytkowników w Chinach. Jednocześnie spółka planuje wydanie specjalnego wydania gier z uniwersum Wiedźmina na X-lecie serii w 2017 roku. Rozliczenie wszystkich kosztów produkcji oraz utrzymywanie sprzedaży na wysokim poziomie (umiejętna strategia sprzedażowa) powinno pozwolić generować spółce relatywnie wysokie wyniki w kolejnych okresach. 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. 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*. Uważamy, że obecna wycena spółki dyskontuje zbyt agresywną ścieżkę poprawy wyników przez spółkę. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaż i wyznaczamy cenę docelową na 74,34 PLN na akcję.

Cena bieżąca

116,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

74,34 PLN

-36,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	sprzedaż	74,34 PLN	2017-10-02	
poprzednia	sprzedaż	59,90 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane			CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+38,1%	+39,5%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+127,3%	+103,1%
Liczba akcji (mln)	95,2	Średni obrót 1M	44,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	11 068,5	Średni obrót 6M	19,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 826,8	EV/EBITDA 12M fwd	30,7	+81,7%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	16,9	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	32,2	44,2	56,6	117,1	11,8
P/BV	21,5	14,2	11,4	10,4	5,5
EV/EBITDA	24,8	34,1	44,8	91,4	8,4
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			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
W3 (S)			0,0%	0,0%	0,0%
Gwint (S)			0,0%	0,0%	0,0%
C2077 (S)			0,0%	0,0%	0,0%

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%

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 akumuluj (podwyższona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Comarchu uległy we wrześniu 2017 ponad 12% przecenie – to reakcja na słabe wyniki za 2Q'17. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 19,6%. To duży spadek z poziomu 32,6% rok wcześniej, a po eliminacji zdarzeń jednorazowych zysk EBIT byłby 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, zwłaszcza jeśli spółka księguje koszty R&D w Rachunek wyników danego okresu (w miejsce kapitalizacji). Z drugiej strony Comarch dał pozytywny przekaz na kolejne kwartały. Portfel zamówień na cały 2017 r. jest wyższy R/R. Wartość podpisanych kontaktów w 1H'17 jest kilkanaście procent wyższa R/R, ale duża część projektów będzie realizowana od 2018 r. Comarch widzi ożywienie w przetargach na rynku polskim, ale ich efekty nie będą widoczne w bieżącym roku w wynikach sektora. Podkreślamy też, że Comarch jest bliski wygrania trzech kontaktów o łącznej wartości ponad 430 mln PLN. Jednym z nich jest umowa na utrzymanie KSI. Comarch wygrał pierwszą rundę oferując wykonanie projektu za 242 mln PLN. Oferta Asseco Poland była 55% wyższa i wyniosła 374 mln PLN. Wg warunków przetargu 60% kryterium to cena, stąd sądzymy że Comarch jest faworytem w przetargu. Narodziło się oczywiście pytanie czy oferta Comarchu jest odpowiedzialna. Po spotkaniu z Zarządem Comarchu, sądzymy że nawet przy tak niskiej ofercie spółka może zrealizować kilkunastoprocentową marżę na kontrakcie. Podwyższamy zalecenie inwestycyjne do akumuluj – sądzymy, że obecnie akcje Comarchu są niedowartościowane.

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

178,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

195,00 PLN

+9,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	195,00 PLN	2017-10-02	
poprzednia	trzymaj	195,00 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-0,8%	+0,6%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+3,5%	-20,7%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 451,8	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 387,1	EV/EBITDA 12M fwd	7,4	+8,3%
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	1 205	1 313	1 397
EBITDA	167	176	160	180	192
marża EBITDA	14,7%	15,8%	13,3%	13,7%	13,7%
EBIT	113	113	100	117	127
Zysk netto	80	70	77	86	97
P/E	18,1	20,7	18,8	16,9	15,0
P/BV	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5
EV/EBITDA	8,4	8,1	8,6	7,8	7,3
DPS	0,00	0,00	1,50	10,00	10,00
DYield	0,0%	0,0%	0,8%	5,6%	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%

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	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 395
Dług netto	-37
Inne korekty	15
Wycena DCF na akcję (PLN)	174,20

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	192,30
DCF	50%	174,20
Cena wynikowa		183,25
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		195,00

Przemysł, metale

Famur

kupuj (bez zmian)

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 górnictwa 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 7-10%, co przy niskim zadłużeniu (0,4xEBITDA na koniec 2017 roku) umożliwiłoby wypłatę dywidendy poczynając od 2019 roku. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej dla Grupy Famur na poziomie 6,84 PLN/akcja oraz rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

6,08 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,84 PLN

+12,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	6,84 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane		FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	+2,0% +3,4%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	+43,1% +18,8%
Liczba akcji (mln)	559,4	Średni obrót 1M	2,2 mln PLN
MC (mln PLN)	3 401,4	Średni obrót 6M	1,4 mln PLN
EV (mln PLN)	3 595,6	EV/EBITDA 12M fwd	7,9 +36,3%
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	56,3	31,5	28,1	18,8	14,0
P/BV	3,3	3,0	2,2	1,9	1,7
EV/EBITDA	16,3	11,8	11,3	7,4	6,5
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 inv.	-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 (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Pozytywny zjawiskiem płynącym z szacunków za 3Q'17 jest fakt, że mimo rosnących kosztów surowców i presji płacowej Spółce udaje się przenosić ich wpływ na cenę produktu. W 3Q'17 Grupa Kęty według wstępnych prognoz Zarządu utrzymała dynamikę wzrostu EBITDA z pierwszej połowy roku. Po 1-3Q'17 całoroczna prognoza Spółki na poziomie sprzedaży wykonana jest w 79%, EBITDA 81%, a wyniku netto 86%. Naszym zdaniem po 3Q'17 Zarząd zdecyduje się na podwyższenie całorocznej prognozy wyników (EBITDA +8%; zysk netto +11%). Grupa Kęty wyraźnie wyróżnia się na tle polskich spółek przemysłowych przenosząc rosnące koszty produkcji na swoich klientów. Podtrzymujemy naszą cenę docelową na poziomie 414,09 PLN na akcję oraz pozostawiamy naszą rekomendację na niezmiennym poziomie trzymaj.

Cena bieżąca

402,55 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

414,09 PLN

+2,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	414,09 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane			KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	+1,0%	+2,5%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+5,9%	-18,3%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	2,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 820,2	Średni obrót 6M	2,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 467,3	EV/EBITDA 12M fwd	9,6	+5,8%
Free float	22,6%	EV/EBITDA 5Y avg	9,1	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	13,2
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			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Aluminium (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Premia producencka (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Użyte aluminium (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%

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 inw.	-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 (bez zmian)

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 arealu (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). Przy okazji wyników za 4Q'17 Zarząd prawdopodobnie przedstawi swoje oczekiwania na rok obrotowy 2017/2018. Nie zmieniamy naszej rekomendacji akumuluj dla akcji Grupy Kernel oraz ceny docelowej na poziomie 71,74 PLN na akcję.

Cena bieżąca

55,64 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

71,74 PLN

+28,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	71,74 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-9,1%	-7,7%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	-12,5%	-36,7%
Liczba akcji (mln)	79,7	Średni obrót 1M	5,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 433,6	Średni obrót 6M	3,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	5 753,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	+2,6%
Free float	59,8%	EV/EBITDA 5Y avg	4,0	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	11,4	5,4	5,3	5,3	4,6
P/BV	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	3,9	4,3	4,5	4,1	3,4
DPS	0,25	0,25	0,25	0,57	1,01
DYield	1,6%	1,6%	1,6%	3,8%	6,6%
Zmiana prognoz			16/17P	17/18P	18/19P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża olej (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
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

Analiza porównawcza	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	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 (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Ceny miedzi od końca czerwca były beneficjentem osłabiającego się USD oraz znacznych napływów funduszy do surowcowych ETF. Na przestrzeni lipca i sierpnia liczba pozycji spekulacyjnych długich na metalach przemysłowych i szlachetnych wzrosła o ponad 50% (do około 1 mln sztuk). Dostrzegamy ryzyko kontynuacji korekty na cenach surowców w krótkim terminie, szczególnie zwracając uwagę na odwrócenie trendu osłabiania się USD do koszyka walut krajów rynków wschodzących. To z kolei skłaniać będzie inwestorów do dalszego zamykania długich pozycji i pogłębienia spadku cen. We wrześniu ceny miedzi negatywnie reagowały na rosnące poziomy monitorowanych zapasów na giełdach. Przy wyższej dostępności koncentratu miedzi (po zakończeniu strajku w głównych kopalniach na świecie) huty w Chinach podwyższyły marżę przerobowe, które obecnie są na najwyższym poziomie od 4Q'16. Bardziej optymistycznie spojrzelibyśmy na perspektywę cen miedzi gdyby liczba otwartych pozycji spekulacyjnych spadła do 10-20 tys. sztuk (obecnie nadal ponad 30 tys.). Korygujemy nieznacznie nasze założenia cen metali oraz obniżamy naszą cenę docelową do 124,12 PLN/akcja (wcześniej 130,96 PLN). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla akcji Grupy KGHM.

Cena bieżąca

117,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

124,12 PLN

+5,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	124,12 PLN	2017-10-02	
poprzednia	trzymaj	130,96 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane			KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	-7,6%	-6,2%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+27,6%	+3,4%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	80,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	23 480,0	Średni obrót 6M	80,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	30 349,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-4,5%
Free float	68,2%	EV/EBITDA 5Y avg	5,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	20 008	19 156	19 926	21 262	21 945
EBITDA	1 789	3 440	5 383	5 483	5 959
marża EBITDA	8,9%	18,0%	27,0%	25,8%	27,2%
EBIT	-154	1 742	3 685	3 746	4 124
Zysk netto	-5 012	-4 371	1 682	2 743	3 022
P/E	-	-	14,0	8,6	7,8
P/BV	1,2	1,5	1,4	1,2	1,1
EV/EBITDA	16,9	9,0	5,6	5,3	4,7
DPS	4,00	1,50	1,00	2,52	6,86
DYield	3,4%	1,3%	0,9%	2,1%	5,8%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-1,6%	+0,5%	+0,3%
Zysk netto			-3,9%	+0,8%	+0,5%
Miedź (USD/t)			+0,1%	0,0%	0,0%
Srebro (USD/oz)			+1,4%	0,0%	0,0%
Molibden (USD/t)			-0,5%	-2,5%	-2,5%

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	1 326	1 326	1 340
Złoto Grupa (tys. troz)	195	229	211	206	171
Przepływy oper.	4 163	4 212	3 261	4 540	4 924
Amortyzacja	1 943	1 698	1 698	1 737	1 835
Kapitał obrotowy	-85	386	-192	-13	-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	-577	-1 444
Dywidenda/buyback	-800	-300	-200	-505	-1 371
FCF	-3 155	186	1 313	2 032	2 103
FCF/EBITDA	-176%	5%	24%	37%	35%
CFO/EBITDA	3%	1%	1%	2%	6%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	36 764	33 442	35 130	37 726	39 559
Aktywa trwałe	30 448	27 202	27 985	28 678	29 586
Kapitał własny	20 211	15 772	17 254	19 492	21 143
Udział mniejszości	203	139	139	139	139
Dług netto	6 554	7 238	6 731	5 198	4 462
Dług netto/EBITDA (x)	3,7	2,1	1,3	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	8,0	9,6	6,8	3,4	4,7	4,3
Maksimum	307,5	23,1	21,2	12,2	10,4	8,5
Mediana	15,1	13,5	13,3	6,2	6,2	5,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Miedź (USD/t)	6 024	6 100	6 400	6 400	6 400	6 400	6 400	6 400	6 400	6 400	6 400
Srebro (USD/oz)	17,1	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Molibden (USD/t)	15 555	15 600	15 600	15 600	15 600	15 600	15 600	15 600	15 600	15 600	15 600
Przychody	19 926	21 262	21 945	22 066	22 044	21 932	21 821	21 729	20 529	20 559	20 608
EBITDA	5 383	5 483	5 959	6 145	6 194	6 054	5 915	5 795	5 393	5 307	5 350
marża EBITDA	18,5%	17,6%	18,8%	19,2%	19,0%	18,0%	16,9%	16,0%	14,6%	13,9%	14,0%
EBIT	3 685	3 746	4 124	4 235	4 183	3 952	3 690	3 482	3 007	2 854	2 880
Podatek	1 397	1 009	1 107	1 129	1 118	1 072	1 021	979	887	858	864
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	-13	-7	-1	0	1	1	1	12	0	0
FCF	1 313	2 032	2 103	2 823	2 840	2 702	2 569	2 444	2 097	1 979	2 016
PV FCF	1 283	1 842	1 768	2 196	2 042	1 797	1 582	1 391	1 106	965	
WACC	7,3%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%	8,0%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	15 972
Dług netto	7 238
Inne korekty	553
Wycena DCF na akcję (PLN)	107,12

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	126,39
DCF	50%	107,12
Cena wynikowa		116,76
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		124,12

Stelmet kupuj (bez zmian)

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 pomagała 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 ciążyą 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. Spółce sprzyja obserwowane we wrześniu odbicie na kursie GBP/PLN oraz zapowiedzi odnośnie trzech sztormów w Wielkiej Brytanii na początku sezonu zimowego. Nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj dla Grupy Stelmet oraz ceny docelowej na poziomie 28,94 PLN na akcję.

Cena bieżąca

21,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

28,94 PLN

+34,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	28,94 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane			STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	-2,3%	-0,9%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	-30,0%	-54,2%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	631,3	Średni obrót 6M		0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	809,9	EV/EBITDA 12M fwd	8,3	-1,1%
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	9,3	8,8	24,6	13,3	9,5
P/BV	1,8	1,5	1,4	1,2	1,1
EV/EBITDA	9,6	9,9	13,3	8,2	6,2
DPS	1,07	0,29	0,00	0,00	0,81
DYield	5,0%	1,3%	0,0%	0,0%	3,8%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
DAO (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
DAO vol (tys. m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Drewno (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%

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%

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%

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%

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 ostatnim miesiącu Budimex nie informował o istotnych nowych umowach lub otwarciach ofert, a kurs akcji spółki kontynuował korektę. Szacujemy, że mimo braku nowych umów we wrześniu, Budimex utrzymał w 3Q'17 rekordowy portfel zamówień. W 4Q'17 spodziewamy się liczniejszych otwarć ofert w przetargach drogowych niż to miało miejsce w ostatnich miesiącach. Między innymi mają być zebrane oferty wykonawców na brakujące odcinki autostrady A1, na które zabezpieczono kwotę 4 mld PLN. We wrześniu rząd informował, że łączna wartość przetargów do rozstrzygnięcia w PBDK'14-23 wynosi jeszcze 51 mld PLN. Podtrzymujemy naszą pozytywną ocenę perspektyw Budimeksu z lipcowego raportu. Spodziewamy się znaczącego wzrostu wyników spółki w 3Q'17 w ujęciu r/r. Presja płacowa i wzrost kosztów materiałów pozostają głównymi czynnikami ryzyka dla naszych optymistycznych prognoz. Z drugiej strony wciąż widzimy pole do pozytywnych zaskoczeń na poziomie przychodów oraz zysków segmentu deweloperskiego po 2018 r. Rekomendujemy kupno akcji Budimeksu.

Cena bieżąca

219,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

267,00 PLN

+21,9%

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

Podstawowe dane			BDX PW	vs. WIG
Ticker	BDX PW	Zmiana 1M	-4,8%	-3,4%
ISIN	PLBUDMX00013	Zmiana YTD	+19,7%	-4,5%
Liczba akcji (mln)	25,5	Średni obrót 1M	1,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 591,1	Średni obrót 6M	2,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 165,9	EV/EBITDA 12M fwd	6,2	-24,2%
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	23,7	13,6	12,3	12,7	13,4
P/BV	9,3	7,0	6,4	6,4	6,6
EV/EBITDA	10,3	5,6	5,3	5,9	6,7
DPS	6,11	8,14	14,99	17,38	17,24
DYield	2,8%	3,7%	6,8%	7,9%	7,9%
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 (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Od czasu publikacji rozzarowujących wyników za 1Q'17 Elektrobudowa znajduje się w korekcie, która była kontynuowana we wrześniu. Sentymentu do spółki nie poprawiła 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~9,7x). 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. Rozczarowujące zachowanie kursu jest związane ze spadkiem aktywności inwestycyjnej spółek energetycznych, co nie pozwala Elektrobudowie zbudować atrakcyjnego portfela na lata 2018+. Uważamy, że Zarząd będzie zmuszony do rewizji szacunków zaprezentowanych w ubiegłorocznej strategii. Jednocześnie sądzimy, że powyższe ryzyko jest w całości zdyskontowane w bieżącym kursie akcji. Zakładamy, że spadek inwestycji w energetyce jest zjawiskiem tymczasowym, a konserwatywna księgowość kontraktów w 2016 r. (wzrost salda rezerw o 61 mln PLN) pozwoli Elektrobudowie osiągnąć atrakcyjne wyniki finansowe w okresie przejściowego spadku zamówień. Rekomendujemy kupno akcji Elektrobudowy.

Cena bieżąca

102,75 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

134,00 PLN

+30,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	134,00 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane			ELB PW	vs. WIG
Ticker	ELB PW	Zmiana 1M	-6,6%	-5,2%
ISIN	PLELTBD00017	Zmiana YTD	+1,3%	-22,9%
Liczba akcji (mln)	4,7	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	487,8	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	399,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-26,5%
Free float	34,9%	EV/EBITDA 5Y avg	6,8	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	9,7	8,8	9,9	10,4	10,6
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA	5,5	5,1	5,4	5,6	5,5
DPS	0,00	4,00	10,00	6,24	7,88
DYield	0,0%	3,9%	9,7%	6,1%	7,7%
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	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 (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Erbud zaraportował w 2Q'17 dobre wyniki finansowe i przekroczył naszą prognozę i konsensus o około 35% na EBITDA i ok. 25% na ZN. Pozytywnie oceniamy portfel zamówień na koniec czerwca, który wyniósł 2,2 mld PLN i był o 100% wyższy r/r i zarazem o 10% wyższy względem początku roku. W ramach portfela spółka ma do przerobienia około 1,1 mld PLN jeszcze w 2019 r. Portfel zamówień na drugą połowę roku w nieco ponad 100% wypełnia naszą prognozę przychodów, co daje szansę na jej przekroczenie. Zakładając powtórzenie historycznych tendencji, przy bieżącym portfelu zamówień nasza prognoza przychodów za 2017 mogłaby być przekroczona o 5-10%. Jeżeli spółka utrzyma marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 1H'17, nasza całoroczna prognoza ZN=32 mln PLN będzie zrealizowana, pomimo niskiego wykonania rocznej prognozy po pierwszych 6 miesiącach roku (zaledwie 22%). Uważamy, że relatywnie krótki czas realizacji kontraktów w backlogu oraz niski udział sektora publicznego są korzystnym zjawiskiem w obecnym otoczeniu rynkowym i zwiększają atrakcyjność Erbudu na tle sektora. Rekomendujemy kupno akcji Erbudu.

Cena bieżąca

27,01 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

31,30 PLN

+15,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	31,30 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane			ERB PW	vs. WIG
Ticker	ERB PW	Zmiana 1M	+2,3%	+3,8%
ISIN	PLERBUD00012	Zmiana YTD	+1,0%	-23,2%
Liczba akcji (mln)	12,8	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	346,0	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	263,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,5	-18,1%
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	12,4	193,2	10,7	10,7	11,3
P/BV	1,2	1,4	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	4,5	3,6	4,6	5,0	4,9
DPS	0,51	1,68	1,17	1,26	2,01
DYield	1,9%	6,2%	4,3%	4,7%	7,4%
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	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 (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Na spotkaniu z inwestorami w połowie września Zarząd spółki szeroko komentował problem wzrostu kosztów materiałów oraz ograniczonej dostępności pracowników. Wyższe koszty wpływają na obniżenie marż na niektórych kontraktach (w szczególności drogowych), a problemy z pracownikami sprawiają, że spółka jest znacznie bardziej selektywna przy składaniu ofert oraz istotnie podwyższa ceny klientom. Sądzymy, że powyższa kwestia mogła być jedną z przyczyn słabszego zachowania kursu w drugiej połowie miesiąca. W portfelu zamówień na 2H'17 znajdują się zlecenia zewnętrzne o wartości ok. 1,0 mld PLN, a w portfelu na 2018 r. o wartości ok. 1,2 mld PLN (uwzględniając planowane przychody z segmentu deweloperskiego). Tym samym, nasza prognoza przychodów jest pokryta backlogiem w 100% na 2017 r. oraz 66% na 2018 r. Otoczenie w segmencie modułowym wciąż wygląda bardzo dobrze. Spółka kosztów 18 mln PLN rozbudowę zakład, co ma zwiększyć potencjał segmentu do około 220-250 mln PLN przychodów rocznie. Segment deweloperski będzie miał istotne znaczenie dla wyników 4Q'17 oraz całego 2018 r. Spółka posiada również zapasy ziemi, by przynajmniej utrzymać przychody segmentu w 2019 r. W 2017 r. Zarząd spodziewa się utrzymania rentowności segmentu względem 2016 r. przy znacznym wzroście przychodów. Podsumowując, w świetle istotnego ryzyka obniżenia rentowności wybranych kontraktów drogowych oraz presji na marżę w segmencie kubaturowym nasza prognoza ZN'17=43 mln PLN wygląda optymistycznie. Uważamy jednak, że ZN'17 w przedziale 40-43 mln PLN jest bardzo prawdopodobny. Najistotniejszym wynikiem kwartałem będzie 4Q, gdy spółka rozliczy wysokomarżowe projekty deweloperskie. Podtrzymujemy naszą prognozę ZN'18=48 mln PLN. Obecnie Unibep jest najtańszą spółką w sektorze na P/E'17-18. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

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%

Cena bieżąca

11,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

15,40 PLN

+29,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	15,40 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane			UNI PW	vs. WIG
Ticker	UNI PW	Zmiana 1M	-3,7%	-2,3%
ISIN	PLUNBEP00015	Zmiana YTD	+13,9%	-10,3%
Liczba akcji (mln)	35,1	Średni obrót 1M		0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	417,3	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	422,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,8	-6,9%
Free float	27,7%	EV/EBITDA 5Y avg	7,3	dyskonto

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	17,7	13,2	9,7	8,8	8,6
P/BV	1,9	1,8	1,6	1,4	1,2
EV/EBITDA	11,7	10,2	6,7	5,8	5,5
DPS	0,15	0,17	0,19	0,30	0,47
DYield	1,3%	1,4%	1,6%	2,5%	4,0%
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%	

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 (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Atal jest jednym z kilku deweloperów, którzy dzięki wysokiej rentowności przebili oczekiwania rynku w 2Q'17. Pozytywne zaskoczenie wyniosło 15-25% na poziomie EBIT (65 mln PLN) i ZN (51 mln PLN), co było następstwem wysokiej marży deweloperskiej (32,5%, w 1H'17: 30,7%). Atal trzyma w ryzach stronę kosztową. W 2Q i całym 1H'17 koszty SG&A nieznacznie przekraczały poziom 3% przychodów, a warto w tym miejscu zwrócić uwagę, że w 1H Atal rozliczył w przychodach 1082 mieszkania, o 21% mniej niż w tym samym okresie sprzedał klientom. W związku z intensywnymi nakładami na projekty w budowie i nowe grunty oraz wypłatą dywidendy w kwocie 66 mln PLN, zadłużenie netto wzrosło na koniec czerwca o ponad 100 mln PLN r/r do 353 mln PLN. Wskaźnik długu netto do kapitałów własnych wyniósł natomiast 49% - relatywnie wysoko jak na standardy branży, lecz z drugiej strony wciąż bezpieczny poziom biorąc pod uwagę przyczyny tego wzrostu oraz jakość działalności prowadzonej przez Atal. Podsumowując, wyniki Atalu za 2Q'17 stanowiły pozytywne zaskoczenie. Dobrze oceniamy nie tylko nominalny poziom marży w 2Q, lecz również fakt, że została ona wypracowana na dużej puli mieszkań (581 szt.). Gdyby spółka utrzymała w 2H'17 marżę deweloperską porównywalną z 1H'17, prognozowany przez nas ZN'17=182 mln PLN mógłby zostać osiągnięty przy ok. 2200 przekazaniach, a nie 2400 szt., jak szacujemy obecnie. Powyższy fakt sprawia, że czujemy się wyjątkowo komfortowo z naszymi szacunkami na 2017 r., jak również na kolejne 2 lata. Rewizji prognoz dokonamy po wynikach za 3Q'17. Tym czasem nie zmieniamy naszej rekomendacji akumuluj.

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. wias.	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

43,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

45,00 PLN

+3,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	45,00 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	+7,4%	+8,8%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+61,2%	+36,9%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	1 680,2	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	1 905,2	EV/EBITDA 12M fwd	9,0	+7,6%
Free float	11,2%	EV/EBITDA 5Y avg	8,4	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	35,5	18,8	9,2	8,8	8,2
P/BV	2,7	2,4	2,1	2,0	1,9
EV/EBITDA	44,8	17,1	8,0	8,0	7,5
DPS	0,00	0,61	1,68	3,82	3,98
DYield	0,0%	1,4%	3,9%	8,8%	9,2%
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.	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Przekazane lokale		0,0%	0,0%	0,0%	

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

Na konferencji inwestorskiej 28 września spółka poinformowała o zaplanowanym na 15 listopada starcie budowy projektu Art Norblin (64 tys. m² GLA). Powyższa inwestycja ma kluczowe znaczenie dla naszej wyceny akcji Capital Park. Szacujemy, że Art Norblin zwiększy NOI portfela o około 50%, a FFO o ponad 70%. Ponadto, spodziewamy się rozpoznania zysku z wyceny do wartości godziwej na poziomie około 150 mln PLN. Kolejną istotną informacją, podaną na konferencji, były szacunki Zarządu, dotyczące NOI, które na 2017 r. są zbliżone z naszą prognozą, a na 2018 r. przekraczają ją o 16%. Wysoka dynamika NOI w 2018 r. ma być następstwem silnego wzrostu wynajęcia portfela nieruchomości pracujących (obłożenie Eurocentrum wzrosło w 1H'17 o 20% do 86%). W konsekwencji FFO Capital Park ma wzrosnąć z 7,4 mln EUR w '17 do 15,0 mln EUR w '18, co oznaczałoby przekroczenie naszych prognoz '18 o ponad 30%. Na bazie szacunków Zarządu FFOYield'17 wynosi 5,3%, a FFOYield'18 10,8%, co stanowi solidną bazę do wypłaty dywidendy. W przyszłości Capital Park ma stać się spółką dywidendową o charakterystyce typowej dla REIT. Podsumowując, na wrześniowej konferencji inwestorskiej padły stwierdzenia absolutnie fundamentalne, które według nas powinny przełożyć się na poprawę sentymentu do spółki. Rozpoczęcie budowy Norblina oraz podane szacunki NOI i FFO oceniamy jednoznacznie pozytywnie. Równie istotne jest nakreślenie jasnego kierunku rozwoju - pójście w stronę dywidendowej spółki portfelowej. Według nas, sprawne wdrożenie powyższej strategii wpłynie na wzrost kapitalizacji spółki. W lutym br. Patron (akcjonariusz większościowy CPG - 73% udział) ogłosił przegląd opcji, w wyniku którego może dojść do sprzedaży pakietu kontrolnego. Uważamy, że pojawienie się w spółce w ciągu najbliższego roku nowego inwestora strategicznego jest realnym scenariuszem.

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%
Revaluacja/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%

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

Cena bieżąca

5,49 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,09 PLN

+47,4%

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

Podstawowe dane			CPG PW	vs. WIG
Ticker	CPG PW	Zmiana 1M	-3,2%	-1,8%
ISIN	PLCPPRK00037	Zmiana YTD	-12,9%	-37,1%
Liczba akcji (mln)	107,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	592,0	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 769,2	EV/EBITDA 12M fwd	18,0	-32,1%
Free float	19,1%	EV/EBITDA 5Y avg	26,5	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.	45,6	55,5	83,6	100,9	105,7
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	13,2	19,5	39,2	7,2	7,3
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	15,3	14,0	115,7	13,4	15,4
DPS	0,00	0,00	0,00	0,10	0,15
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%	2,7%
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%	

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%

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 (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

27 października Dom Development jako pierwszy deweloper mieszkaniowy zaraportuje wyniki finansowe za 3Q'17. Jednakże kwartał ten nie będzie miał większego znaczenia dla całorocznych wyników spółki (wstępnie spodziewamy się zysku netto na poziomie 10-15 mln PLN). Podobnie jak w minionych latach, większość zysku spółka wygeneruje w ostatnim kwartale roku. Przed publikacją wyników kwartalnych, na początku października, Dom Development opublikuje wolumeny sprzedaży mieszkań. Spodziewamy się kolejnego z rzędu rekordu. Spółka ma ułatwione zadanie, gdyż po akwizycji Euro Stylu oferta Grupy Dom Development wzrosła na koniec czerwca o 15% r/r. Liczymy, że dane sprzedażowe oraz komentarz zarządu na konferencji w drugiej połowie października będą katalizatorami dalszego wzrostu kursu dewelopera. Spółka od dłuższego czasu 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 spółki 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 ponad 11%. Rekomendujemy kupno akcji Dom Development.

Cena bieżąca

84,79 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

101,10 PLN

+19,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	101,10 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane		DOM PW	vs. WIG
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	+0,9% +2,3%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	+55,2% +30,9%
Liczba akcji (mln)	24,9	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	2 108,6	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	2 116,4	EV/EBITDA 12M fwd	7,8 -33,8%
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	26,0	16,7	10,9	9,0	9,3
P/BV	2,4	2,3	2,1	2,0	2,0
EV/EBITDA	21,0	12,6	8,7	7,2	7,7
DPS	2,25	3,25	5,05	7,77	9,40
DYield	2,7%	3,8%	6,0%	9,2%	11,1%
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.	
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.)	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. włas.	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%

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%

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%

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 (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Pod koniec września akcjonariusz większościowy Echo (konsorcjum PIMCO-Oaktree-Griffin Real Estate, kontrolujące 66% kapitału) poinformował o zamiarze sprzedaży akcji Echo w drodze oferty skierowanej do inwestorów instytucjonalnych. Podejrzewamy, że sprzedający rozważa wszelkie scenariusze, łącznie z zejściem poniżej progu dającego kontrolę. W związku z: (1) lepszymi od oczekiwań wynikami w 1H'17, (2) akwizycją nowych projektów inwestycyjnych, (3) sprzyjającą koniunkturą, podnosimy prognozy ZN Echo o 36% na '17, 8% na '18 i 39% na '19. W latach '17-18 spodziewamy się osiągnięcia ponad 300 mln PLN zysku netto, a w '19 ponad 350 mln PLN zysku netto, co przekracza obecny konsensus prognoz o ponad 20%. W segmencie mieszkaniowym prognozujemy wzrost liczby przekazania z 400-450 szt. w latach '15-16 do ok. 900 szt. w '17-18 oraz ok. 1350 szt. w '19. W segmencie komercyjnym spółka realizuje 7 projektów własnych o szacowanej przez nas wartości 1,7 mld PLN oraz marży przypisanej Echu w kwocie ok. 520 mln PLN. Szacujemy, że jedynie ok. 1/3 powyższej marży została rozpoznana na koniec VI'17. W planie do końca '18 jest rozpoczęcie budowy 7 kolejnych projektów o szacunkowej wartości 2,0 mld PLN i prognozowanej marży ok. 500 mln PLN. Ponadto, Echo pozyskało dwa dochodowe projekty komercyjne w Warszawie (JV: udział 30%). Spółka na wczesnym etapie zabezpiecza wyjście z inwestycji komercyjnych, co uwiarygadnia nasze założenia, odnośnie dywidendy w przyszłości. Akcje Echo wyceniamy na 6,42 PLN. Brak wzrostu ceny docelowej mimo znaczącego podniesienia prognoz wynika z: (1) odklejenia dywidendy w VII'17, (2) spadku wyceny porównawczej, (3) konserwatywnych prognoz po 2019 r., które mogłyby ulec rewizji w górę w przypadku utrzymania dobrej koniunktury w sektorze. Rekomendujemy kupno akcji Echo.

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przekazane lokale (szt.)	400	451	903	901	1 350
Przychód (tys. PLN)/lokal	366	521	473	409	417
Przychody	586	480	570	532	790
Mieszkaniówka	147	235	427	369	563
Biura i handel	431	224	118	77	93
Pozostałe	8	21	25	86	134
Gotówka	911	663	582	822	545
Dług netto	3 218	346	1 039	690	1 158
Dług netto / kap. włas.	88%	23%	64%	40%	62%
Zapasy	595	656	750	785	821
NI	1 462	785	1 441	1 394	1 957
LTV	44%	24%	47%	32%	42%
Revaluacja/NI	13,9%	38,3%	29,4%	25,4%	24,3%
Kapitał własny	3 664	1 528	1 611	1 706	1 854
ROE	16,3%	10,6%	20,0%	18,7%	21,0%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	570	532	790	788	726	741	756	771	786	802	818
EBITDA	30	20	92	59	39	40	41	42	42	43	44
marża EBITDA	5,3%	3,7%	11,6%	7,5%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Amortyzacja	4	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Revaluacja NI	231	367	339	198	202	206	210	214	219	223	227
Podatek	49	73	81	48	45	46	47	48	49	50	51
NOPLAT	208	311	347	207	194	198	202	206	210	214	218
Nakłady/sprzedaż NI	-307	687	-200	196	200	206	210	214	219	223	227
Kapitał obrotowy	-115	-46	-28	18	-6	-6	-7	-7	-7	-7	-7
Inne	146	0	0	128	0	305	0	0	0	0	0
FCF	-295	588	-218	353	187	498	197	201	205	209	214
PV FCF	-290	538	-186	282	140	347	128	122	116	111	
WACC	7,1%	7,4%	7,0%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%
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%

Cena bieżąca

5,19 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,42 PLN

+23,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	6,42 PLN	2017-10-02	
poprzednia	kupuj	6,64 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane		ECH PW	vs. WIG	
Ticker	ECH PW	Zmiana 1M	-0,6%	+0,8%
ISIN	PLECHPS00019	Zmiana YTD	+10,4%	-13,8%
Liczba akcji (mln)	412,7	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 141,9	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 180,3	EV/EBITDA 12M fwd	10,2	-37,6%
Free float	14,4%	EV/EBITDA 5Y avg	16,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	586,1	480,1	570,4	532,4	790,2
ZBNS	285,7	224,2	154,7	140,0	214,7
marża ZBNS	48,8%	46,7%	27,1%	26,3%	27,2%
EBIT bez rew.	159,8	44,6	26,4	17,6	90,0
Revaluacja	751,3	560,1	230,7	366,6	338,8
Zysk netto	514,1	387,7	305,8	301,0	358,1
P/E	4,2	5,5	7,0	7,1	6,0
P/BV	0,6	1,4	1,3	1,3	1,2
EV/EBITDA	5,9	4,1	12,2	7,3	7,7
DPS	0,00	5,96	0,66	0,50	0,51
DYield	0,0%	114,8%	12,7%	9,6%	9,8%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
Przychody		+38,7%	-16,4%	+10,1%	
Revaluacja		-14,8%	+34,6%	+40,6%	
EBIT		-7,3%	+12,7%	+37,9%	
Zysk netto		+36,3%	+8,1%	+38,6%	
Przekazane lokale		+5,7%	-23,7%	+3,8%	

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	165	140	-103	-86	-2
Kapitał obrotowy	42	177	-115	-46	-28
CF inwestycyjny	-579	2 377	-173	687	-200
Wydatki na NI	-600	-848	-886	-701	-811
Zbycie NI	20	3 513	583	1 390	613
CF finansowy	876	-2 702	162	-362	-75
Dywidenda	0	-2 460	-272	-206	-211

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,37	0,36	0,35	6,7	5,2	4,6
Maksimum	2,10	2,00	1,99	38,4	19,6	11,9
Mediana	0,77	0,73	0,68	12,0	8,8	7,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	3 451
Dług netto	618
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,87

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,20
DCF	50%	6,87
cena wynikowa		6,03
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		6,42

GTC trzymaj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Kurs akcji GTC zakończył kolejny miesiąc na poziomie zbliżonym do naszej ceny docelowej. Podtrzymujemy opinię, że wyniki spółki w drugiej połowie roku będą bardzo dobre, lecz pole do zaskoczeń jest już ograniczone. Kluczowe znaczenie dla wyników GTC w 2017 r. ma oddanie do użytku Galerii Północnej, co nastąpiło w 3Q'17. Większość rewaluacji z powyższej inwestycji zostało rozpoznane w wynikach 2016 i 1H'17. Przeszacowania ostatniej znaczącej kwoty 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% jest niewystarczające, by FFO Yield'18-19 w GTC mógł być porównywalny z poziomem oczekiwanym w innych spółkach z sektora (Griffin Premium, Capital Park). Bieżący FFO Yield GTC wynosi około 4%, a więc o około połowę mniej niż w Griffin Premium. Rekomendujemy trzymanie akcji GTC.

Cena bieżąca

9,43 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9,59 PLN

+1,7%

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

Podstawowe dane			GTC PW	vs. WIG
Ticker	GTC PW	Zmiana 1M	-6,2%	-4,8%
ISIN	PLGTC0000037	Zmiana YTD	+18,9%	-5,3%
Liczba akcji (mln)	460,2	Średni obrót 1M		1,3 mln PLN
MC (mln PLN)	4 339,8	Średni obrót 6M		1,5 mln PLN
EV (mln PLN)	7 875,2	EV/EBITDA 12M fwd	16,4	+11,9%
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.	65,5	70,2	85,3	102,0	113,1
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	22,3	6,3	8,2	12,0	11,4
P/BV	1,6	1,3	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	16,9	11,3	10,5	14,8	14,4
DPS	0,00	0,00	0,06	0,05	0,06
DYield	0,0%	0,0%	2,9%	2,2%	2,7%
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. wias.	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

LC Corp kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

W połowie września Leszek Czarnecki sprzedał wszystkie posiadane przez siebie akcje (51,2% udziału) po cenie 2,10 PLN/akcję (481 mln PLN). Powyższa transakcja oznacza w praktyce objęcie kontroli nad Spółką przez fundusze rynku kapitałowego. Uważamy, że zmiana właścicielska, wprowadzenie przejrzystej strategii rozwoju oraz przewidywalnej polityki dywidendowej przyczynią się do zamknięcia około 40% dyskonta, występującego w wycenie LC Corp względem spółek porównywalnych. Scenariusz ten już częściowo się zmaterializował, gdyż od momentu ogłoszenia transakcji, kurs Spółki wzrósł o 29%, a dyskonto względem sektora zmniejszyło się do 25% na P/E i P/BV. Pod kierownictwem obecnego Prezesa LC Corp kilkakrotnie zwiększył skalę prowadzonej działalności, plasując się w rynkowej czołówce pod względem wskaźników efektywności. W latach 2017-19 prognozujemy wzrost oczyszczonego ZN dewelopera w tempie CAGR=21%, za co w około 2/3 odpowiada rynek mieszkaniowy, napędzany rekordowo niskimi stopami procentowymi i mocnym rynkiem pracy. Wzrostu zysku oczekujemy również na działalności komercyjnej w związku z prowadzonymi inwestycjami biurowymi. Uważamy, że w najbliższych latach Spółkę stać na wzrost skali działalności przy jednoczesnej wypłacie dywidendy powyżej sektorowej średniej (DYield'18-19=6,7%). Potencjał kryje się również w portfelu nieruchomości komercyjnych, których NAV wynosi ok. 1 mld PLN. Część aktywów mogłaby być przedmiotem szybkiej sprzedaży i uwolnić znaczne środki pieniężne na szybszy wzrost lub dywidendę nadzwyczajną. Rekomendujemy kupno akcji LC Corp.

Cena bieżąca

2,84 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,54 PLN

+24,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	3,54 PLN	2017-09-26

Podstawowe dane			LCC PW	vs. WIG
Ticker	LCC PW	Zmiana 1M	+42,0%	+43,4%
ISIN	PLCCRP00017	Zmiana YTD	+50,3%	+26,0%
Liczba akcji (mln)	447,6	Średni obrót 1M		5,6 mln PLN
MC (mln PLN)	1 271,1	Średni obrót 6M		1,1 mln PLN
EV (mln PLN)	2 129,6	P/E 12M fwd	7,4	-30,2%
Free float	41,3%	P/E 5Y avg	10,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	449,9	547,0	723,2	834,9	945,3
ZBNS	171,4	207,9	264,9	286,2	336,4
marża ZBNS	38,1%	38,0%	36,6%	34,3%	35,6%
EBIT bez rew.	132,3	169,6	221,3	241,5	290,4
Rewaluacja	22,2	34,2	-72,3	3,9	15,3
Zysk netto	108,9	113,1	120,3	188,7	224,7
Zysk netto koryg.	89,0	120,7	159,9	174,6	212,3
P/E	11,7	11,2	10,6	6,7	5,7
P/E koryg.	14,3	10,5	7,9	7,3	0,0
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7
DPS	0,00	0,18	0,07	0,13	0,23
DYield	0,0%	6,3%	2,5%	4,4%	8,2%
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.
EBIT korygowany			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto korygowany			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.)	1 108	1 393	1 801	2 101	2 304
Przychody	450	547	723	835	945
sprzedaż mieszkań	319	402	577	683	773
wynajem	131	145	147	152	173
MBNS	38,1%	38,0%	36,6%	34,3%	35,6%
sprzedaż mieszkań	27,7%	26,0%	28,1%	26,3%	27,9%
wynajem	63,4%	71,2%	70,0%	70,0%	70,0%
Gotówka	242	355	249	279	101
Dług netto	693	737	859	958	1 071
Dług netto/kap. wias.	51%	53%	58%	59%	62%
Zapasy	917	971	1 031	1 053	1 075
NI	1 648	1 810	1 848	1 995	2 073
Revaluacja/NI	1,3%	1,9%	-3,9%	0,2%	0,7%
Kapitał własny	1 365	1 396	1 488	1 620	1 740
ROE	8,7%	8,3%	8,6%	12,7%	13,9%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	59	199	60	170	117
Kapitał obrotowy	-46	91	-116	-45	-124
CF inwestycyjny	-82	-102	-151	-185	-98
Wydatki na NI	-82	-102	-150	-184	-97
Zbycie NI	0	0	0	0	0
CF finansowy	-44	113	-106	30	-178
Dywidenda	0	-81	-31	-56	-105

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,41	0,39	0,38	6,72	5,19	4,60
Maksimum	2,11	2,01	2,02	17,69	17,27	12,20
Mediana	1,15	1,03	0,94	9,26	8,38	7,37
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Wycena DCF segmentu mieszkaniowego

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	577	683	773	672	608	588	599	611	623	636	649
EBITDA	128	145	180	131	108	96	98	100	102	104	106
marża EBITDA	22,3%	21,2%	23,3%	19,5%	17,7%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%
NOPLAT	103	116	145	105	86	77	78	80	82	83	85
Kapitał obrotowy	-118	-46	-126	-80	-20	-11	-6	-6	-6	-6	-6
FCF	-13	71	20	27	68	67	73	75	76	78	80
PV FCF	-13	64	17	21	48	44	44	41	39	37	

Wycena NAV segmentu komercyjnego

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P
NAV NI pracujących	1 036	1 036	1 206	1 249	1 290
NAV NI w budowie	146	112	0	0	0
NAV pozostałe	-179	-70	-45	-9	33
NAV segmentu	1 004	1 078	1 160	1 240	1 322
PV NAV	976	966	958	944	928

Podsumowanie NAV

(mln PLN)	
PV NAV'21P	928
ROE'21P	6,7%
Koszt kapitału (COE)	8,5%
Premia/Dyskonto (ROE - COE)	-22%
Wycena segmentu na akcję (PLN)	1,62

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	921
Dług netto	167
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	1,68

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	38%	3,54
DYield-porównawcza	13%	2,73
SOTP	50%	3,31
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		3,54

Robyg kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

We wrześniu kurs akcji Robyga zachowywał się zaskakująco słabo na tle rynku oraz samego indeksu sektorowego. Nie wykluczone, że jedną z przyczyn relatywnej słabości Robyga była podaż akcji LC Corp. W październiku gotówka może natomiast popłynąć do Echo w związku z planowanym „rozpakowaniem” akcjonariusza większościowego. Szukając bardziej fundamentalnych przyczyn słabości Robyga, nasze główne obawy wciąż są związane z napiętym harmonogramem budów i ryzykiem opóźnień w realizacji inwestycji. Nie obawialibyśmy się realizacji celów sprzedażowych, gdyż Robyg sprawnie wprowadza od oferty kolejne inwestycje (choćby przed rozpoczęciem fazy budowlanej), a oferta mieszkań na koniec czerwca była wyższa o 13% r/r. Podczas konferencji wynikowej za 3Q'17 będziemy mogli z dużo większym prawdopodobieństwem oszacować, które inwestycje powinny zakończyć się do grudnia 2018 r. i jak na tym tle prezentuje się nasza prognoza ZN'18. Na obecną chwilę przekroczenie 140 mln PLN zysku w '18 pozostaje bazowym scenariuszem (P/E=6,5x). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

3,34 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,25 PLN

+27,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	4,25 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane			ROB PW	vs. WIG
Ticker	ROB PW	Zmiana 1M	-2,1%	-0,6%
ISIN	PLROBYG00016	Zmiana YTD	+23,7%	-0,5%
Liczba akcji (mln)	289,4	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	966,6	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 329,7	EV/EBITDA 12M fwd	5,8	-41,5%
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	11,0	8,1	9,5	6,7	6,3
P/BV	1,8	1,6	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	18,5	10,3	7,0	5,8	5,5
DPS	0,11	0,20	0,27	0,28	0,32
DYield	3,3%	6,0%	8,1%	8,4%	9,6%
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.
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.)	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%

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%

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%

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 (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka powróciła do kilkunastoprocentowych wzrostów r/r na poziomie EBITDA w 2Q'17. Bardzo dobre rezultaty z podstawowych rynków pozwoliły istotnie ograniczyć presję na rezultaty wynikającą z konsolidacji oraz restrukturyzacji przejętych biznesów w Niemczech oraz w zachodniej Europie. Pomimo presji na rentowność na rynku polskim (marża EBITDA -0,9p.p. r/r do 12,3% w 2Q'17), poprawa rentowności oraz sprzedaży porównywalnej została odnotowana na większości rynków (Rosja, Hiszpania, Czechy, Węgry, Inne CEE oraz Chiny). Marża EBITDA Spółki zmniejszyła się o 1p.p. R/R do 12%, co wynikało przede wszystkim z konsolidacji wyników przejętych biznesów. Strata na rynku niemieckim w 2Q'17 istotnie się zmniejszyła vs. 1Q'17 (wyniosła odpowiednio -5,3 mln PLN vs. -13,6 mln PLN), za co częściowo odpowiadał efekt sezonowości. Spółka chce wypracować wynik EBITDA w Niemczech w okolicy zera w 2017 roku, co oznacza istotną poprawę rezultatów w 3-4Q'17. Powyższe w połączeniu z utrzymaniem poprawy rezultatów na podstawowych rynkach powinno przełożyć się na zwiększenie dynamiki poprawy wyników r/r w kolejnych kwartałach. W 2018 roku AmRest planuje dodać ponad 200 restauracji r/r, wykorzystać w większym stopniu prawa do umów MFA w Pizza Hut (Master Franchise Agreement), kontynuować restrukturyzację przejętych biznesów oraz rozwijać kanał dostawy (współpraca z Delivery Hero w Polsce, Czechach i na Węgrzech). Powyższe czynniki powinny zagwarantować Spółce stabilny wzrost wyników w średnim terminie. Uważamy naszą rekomendację kupuj (cena docelowa 422 PLN) za aktualną.

Cena bieżąca

363,00 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

422,00 PLN

+16,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	422,00 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	-1,4%	+0,1%
ISIN	NL0000474351	Zmiana YTD	+22,6%	-1,6%
Liczba akcji (mln)	21,2	Średni obrót 1M		3,6 mln PLN
MC (mln PLN)	7 700,6	Średni obrót 6M		3,7 mln PLN
EV (mln PLN)	8 812,6	EV/EBITDA 12M fwd	11,4	+20,6%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	9,4	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	48,1	39,6	41,2	25,9	20,0
P/BV	7,5	5,9	5,4	4,5	3,7
EV/EBITDA	20,4	16,1	13,9	10,3	8,3
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			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż/rest.			0,0%	0,0%	0,0%
marża EBITDA			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Liczba rest.			0,0%	0,0%	0,0%

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%	382,72
Cena wynikowa		396,71
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		422,00

CCC akumuluj (podtrzymana)

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%. Dzięki wykorzystaniu dźwigni operacyjnej Spółka poprawiła marżę EBIT o 0,3p.p. do 16,1% w 2Q'17, pomimo spadku marży brutto na sprzedaży o 2,1p.p. r/r do 51,9%. Bardzo wysokie odczyty sprzedaży porównywalnej w okresie lipiec-sierpień'17 (wyższe r/r niż w 2Q'17) oraz oczekiwane zmniejszenie skali spadków marży brutto na sprzedaży (zakup kolekcji jesień-zima'17 po lepszym kursie USD/PLN), powinny wpłynąć na jeszcze wyższą poprawę marży EBIT r/r w 3-4Q'17 oraz w 1H'18. Dobra oferta produktu oraz niska presja konkurencyjna pozwalają Spółce umacniać pozycję rynkową w CEE, co prowadzi do uzyskiwania lepszych warunków u partnerów biznesowych. Zwracamy uwagę na utrzymującą się wysoką dynamikę sprzedaży w kanale internetowym (+133% r/r sprzedaż oraz +153% r/r wynik segmentu w 2Q'17). Biorąc pod uwagę bardzo dobre wyniki eobuwie.pl w 2017 roku podnosimy nasze oczekiwania wzrostu przychodów dla kanału internetowego do 70% CAGR w latach 2018-19 (vs. 50% poprzednio). Uwzględniliśmy jednocześnie rozrozdnienie ogólnej liczby akcji o 2 mln, dodaliśmy 530 mln PLN środków pozyskanych z emisji oraz zrewidowaliśmy nasze oczekiwania wyników dla 2018 roku (zwiększenie kosztów SG&A, sprzedaży/mkw. oraz zmniejszenie zakładanego spadku marży brutto na sprzedaży r/r). Uwzględniając powyższe zmiany podtrzymujemy rekomendację akumuluj (z ceną docelową 308 PLN).

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Sprzedaż (stacjoname)	2 310	2 902	3 527	4 314	5 138
EBITDA (stacjoname)	324	393	483	616	744
Sprzedaż (eobuwie.pl)	0	287	598	1 017	1 729
EBITDA (eobuwie.pl)	0,0	50,6	107,3	173,4	294,8
MBNS	54,9%	52,7%	51,3%	51,1%	50,6%
Przepływy oper.	325	175	186	292	429
Amortyzacja	67	70	84	89	100
Kapitał obrotowy	-20	-273	-328	-356	-446
Przepływy inw.	-156	-371	-208	-185	-206
CAPEX	157	391	217	185	206
Przepływy fin.	9	-2	126	-220	-221
Dywidenda/buyback	115	86	58	58	77
FCF	177	-287	30	6	53
FCF/EBITDA	55%	-65%	5%	1%	5%
CFO/EBITDA	101%	39%	32%	37%	41%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Sprzedaż det/mkw.	636	656	671	697	698	699	696	693	690	704	737
SG&A/mkw.	237	242	244	254	256	258	257	256	256	263	275
Powierzchnia	506	590	686	778	871	952	1 039	1 133	1 236	1 262	1 289
Przychody	3 527	4 314	5 138	6 123	6 906	7 653	8 314	9 030	9 802	10 561	10 877
EBITDA	513	616	744	891	994	1 180	1 348	1 456	1 530	1 613	1 657
marża EBITDA	14,5%	14,3%	14,5%	14,5%	14,4%	15,4%	16,2%	16,1%	15,6%	15,3%	15,2%
EBIT	432	530	647	783	875	977	1 068	1 157	1 244	1 335	1 376
Podatek	82	101	123	149	166	215	235	255	274	294	303
CAPEX	215	182	203	220	247	1 346	862	321	110	281	281
Kapitał obrotowy	189	330	368	490	435	390	299	316	338	343	343
FCF	30	6	53	35	149	-767	-44	569	813	699	720
PV FCF	30	6	43	26	104	-489	-26	305	400	315	
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	9,0%	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

276,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

308,00 PLN

+11,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	308,00 PLN	2017-10-02	
poprzednia	akumuluj	294,00 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane			CCC PW	vs. WIG
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	+2,8%	+4,2%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	+37,3%	+13,1%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	22,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	11 351,1	Średni obrót 6M	16,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 674,4	EV/EBITDA 12M fwd	17,3	+11,9%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,5	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	2 307	3 185	4 125	5 331	6 867
EBITDA	324	443	591	790	1 039
marża EBITDA	14,0%	13,9%	14,3%	14,8%	15,1%
EBIT	257	374	507	701	939
Zysk netto	259	306	338	491	702
P/E	40,9	35,2	33,6	23,1	16,2
P/BV	9,4	9,2	6,9	5,5	4,2
EV/EBITDA	33,9	25,9	19,8	14,8	11,2
DPS	3,00	2,19	1,40	1,40	1,87
DYield	1,1%	0,8%	0,5%	0,5%	0,7%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			+2,8%	-1,1%	+4,1%
Zysk netto			+6,5%	+0,8%	+6,4%
MBNS			+0,1 p.p.	+0,7 p.p.	+0,4 p.p.
Sprzedaż det/mkw.			+1,1%	+1,9%	+1,6%
SG&A/mkw.			+0,8%	+5,8%	+4,9%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Polska (sprzedaż/mkw.)	669	700	723	715	729
CEE (sprzedaż/mkw.)	493	514	508	501	513
WE (sprzedaż/mkw.)	418	409	463	510	560
eobuwie.pl (% sprzedaży)		9,0%	14,5%	19,1%	25,2%
Środki pieniężne	341	142	770	657	659
Dług netto	378	656	263	282	209
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	1,5	0,4	0,4	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	64,0	47,2	34,5	23,3	17,6	13,3
Maksimum	112,6	81,6	65,7	76,5	52,2	37,5
Mediana	72,3	55,9	43,3	34,5	26,1	20,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdyskontowana wartość FCF	6 129
Dług netto	493
Inne korekty	6 613
Wycena DCF na akcję (PLN)	317,60

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	279,89
DCF	50%	297,84
Cena wynikowa		288,86
Koszt kapitału 9M		6,6%
Cena docelowa za 9M		308,00

Eurocash kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Prowadzona od początku 2017 roku restrukturyzacja oraz sprzyjające otoczenie makroekonomiczne pozwoliły 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 lfl w kolejnych kwartałach. Jednocześnie coraz lepszą dynamikę odnotowują lfl w sieci Delikatesy Centrum (+6,2% lfl detaliczny oraz +13,2% lfl hurtowy w 2Q'17 – pozytywny efekt Projektu Fresh). W podziale na segmenty zwracamy uwagę na wzrost rentowności w hurcie zintegrowanym do w 2Q'16 (+1,05 p.p. r/r do 3,9%), 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. Rosnąca inflacja cen żywności w 3Q'17 wraz z dobrymi odczytami sprzedaży hurtowej powinny wspierać sprzedaż porównywalną oraz rentowność EBITDA spółki w 3Q'17. Pozytywne tendencje powinny być utrzymane w kolejnych kwartałach. W naszych szacunkach ujęliśmy konsolidację wyników sieci Mila od 2018 roku (zarząd spółki zatwierdził transakcję przejęcia spółki za 350 mln PLN w IX'17). Pozytywnie oceniamy strategię spółki zakładającą położenie większego nacisku na rozwój segmentu detalicznego, co powinno w średnim okresie wspierać osiąganą przez spółkę marżę EBITDA. Obniżyliśmy szacunki dla 2018 roku (założenie mniejszej poprawy wyniku w segmencie nowe projekty oraz niższej poprawy w segmencie C&C). Uwzględniając dodatnie lfl oraz utrzymanie ujemnego cyklu konwersji gotówki, spółka powinna wypracować około 8,2% 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	8 326	8 575
Detal (S)	556	976	2 308	4 039	4 322
Nowe projekty (S)	30,1	80,6	596,8	889,6	978,6
Nowe projekty (EBITDA)	-46	-76	-78	-78	-78
Przepływy oper.	978	325	450	560	602
Amortyzacja	151	166	187	188	193
Kapitał obrotowy	522	-99	89	65	49
Przepływy inw.	-153	-270	-433	-166	-167
CAPEX	-139	-136	-304	-166	-167
Przepływy fin.	-825	22	-112	-391	-65
Dywidenda/buyback	-111	-146	-102	-60	-140
FCF	820	98	125	431	430
FCF/EBITDA	172%	22%	34%	76%	68%
CFO/EBITDA	206%	74%	122%	99%	95%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Hurt niezł. (EBITDA)	244	261	271	251	232	227	223	218	214	210	210
Hurt zint. (EBITDA)	316	344	371	396	419	419	419	419	419	419	419
Detal (EBITDA)	50	64	78	129	162	165	168	171	175	178	178
Przychody	24 289	25 772	26 954	27 544	28 129	28 778	29 472	30 215	31 012	31 480	31 952
EBITDA	368	564	632	707	744	744	744	744	745	745	732
marża EBITDA	1,52%	2,19%	2,34%	2,57%	2,65%	2,59%	2,52%	2,46%	2,40%	2,37%	2,29%
EBIT	161	356	419	493	530	529	528	527	527	526	534
Podatek	31	11	63	74	79	79	79	79	79	79	80
CAPEX	-304	-166	-167	-169	-171	-172	-174	-176	-178	-197	47
Kapitał obrotowy	-111	-63	-48	-32	-33	-35	-37	-39	-42	-33	1 037
FCF	125	431	430	476	506	507	507	508	509	480	487
PV FCF	122	390	360	368	362	335	310	287	266	232	
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

38,62 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

44,30 PLN

+14,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	44,30 PLN	2017-10-02	
poprzednia	kupuj	47,60 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane		EUR PW	vs. WIG	
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-1,2%	+0,2%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	+0,0%	-24,2%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	18,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 374,5	Średni obrót 6M	18,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	5 925,1	EV/EBITDA 12M fwd	11,5	-3,7%
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	25 772	26 954
EBITDA	476	440	368	564	632
marża EBITDA	2,3%	2,1%	1,5%	2,2%	2,3%
EBIT	325	274	181	376	439
Zysk netto	212	179	119	280	335
P/E	25,2	29,9	45,1	19,2	16,1
P/BV	4,6	4,6	4,6	3,9	3,4
EV/EBITDA	11,8	13,1	16,1	10,0	8,5
DPS	0,80	1,05	0,73	0,43	1,00
DYield	2,1%	2,7%	1,9%	1,1%	2,6%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		0,0%	-3,4%	-8,0%	
Zysk netto		0,0%	-5,7%	-12,3%	
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	182	-88
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	0,7	1,3	0,3	-0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	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	6 557
Dług netto	324
Inne korekty	69
Wycena DCF na akcję (PLN)	46,94

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	39,24
DCF	50%	44,29
Cena wynikowa		41,76
Koszt kapitału 9M		6,0%
Cena docelowa za 9M		44,30

Jerónimo Martins trzymaj (bez zmian)

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. W 2Q'17 sieć Biedronka poprawiła sprzedaż porównywalną o 9,5% pomimo efektu bazy (11. kwartał z rzędu wzrostu sprzedaży porównywalnej). Pozytywny efekt wysokiego wzrostu efektywności sprzedaży został przytłumiony przez rosnące koszty wynagrodzeń oraz koszty związane z rozwijaniem sieci sklepów Ara w Kolumbii, co w efekcie przełożyło się na wzrost EBIT o 3,8% r/r do 136,8 mln EUR w 2Q'17. Bardzo dobra dynamika sprzedaży detalicznej oraz postępująca inflacja cen żywności w 3Q'17, powinny pozytywnie przełożyć się na wyniki spółki w tym okresie (publikacja 25 października). Pomimo bardzo dobrych wyników sieci Biedronka, rezultaty Grupy JMT są obciążane przez koszty związane z rozwijaniem sieci Ara w Kolumbii (zgodnie z zapowiedzią Zarządu strata wygenerowana przez sieci 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. Uwzględniając przejściowe zmniejszenie dynamiki wyników Grupy JMT (obciążenie kosztami rozwoju sieci Ara), uważamy naszą rekomendację trzymaj za aktualną.

Cena bieżąca

16,69 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

17,10 EUR

+2,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	17,10 EUR	2017-09-01

Podstawowe dane		JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-1,2% +0,2%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+18,1% -6,1%
Liczba akcji (mln)	628,4	Średni obrót 1M	8,0 mln EUR
MC (mln EUR)	10 488,6	Średni obrót 6M	10,4 mln EUR
EV (mln EUR)	10 311,5	EV/EBITDA 12M fwd	10,6 +4,1%
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	31,5	17,7	25,6	23,1	20,3
P/BV	7,8	6,0	5,5	4,9	4,3
EV/EBITDA	13,7	12,1	11,3	10,3	8,9
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			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Biedronka (s/mkw. r/r)			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Pingo Doce (s/mkw. r/r)			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Recheio (s/mkw. r/r)			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 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 (podtrzymana)**

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

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. Dobre odczyty sprzedaży porównywalnej oraz oczekiwana nieznaczna poprawa marży brutto na sprzedaży w 3Q'17 mogą przełożyć się na istotną poprawę wyniku EBITDA również w 3Q'17. Najważniejszy pod względem sezonowości dla spółki jest 4Q'17, gdzie dalsza poprawa jakości kolekcji (lepszy sales-mix) oraz wspierający kurs USDPLN zakupu kolekcji powinny wspierać wyniki spółki. 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. Biorąc pod uwagę oczekiwane dobre wyniki w 2H'17 podnosimy nasze oczekiwania dla 2017 roku, a jednocześnie nieznacznie korygujemy nasze szacunki dla 2018 roku (zmniejszenie oczekiwań wzrostu rentowności sprzedaży). Pozytywnie oceniamy skoncentrowanie się spółki na wzroście skali w kanale internetowym, gdzie celem jest wypracowanie wzrostu sprzedaży w tempie 100% CAGR w latach 2017-18. Zwiększający się udział kanału internetowego w sprzedaży może nieznacznie negatywnie wpłynąć na marżę brutto na sprzedaży spółki oraz pozytywnie przełożyć się na rentowność EBIT w średnim okresie. Uważamy, że atrakcyjne perspektywy wzrostu r/r wyników spółki są obecnie odpowiednio zdyskontowane i podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj (obniżenie ceny docelowej do poziomu 8400 PLN).

Cena bieżąca

8 172,05 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

8 400,00 PLN

+2,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	8 400,00 PLN	2017-10-02	
poprzednia	trzymaj	8 800,00 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane			LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	-4,7%	-3,3%
ISIN	PLLPP0000011	Zmiana YTD	+44,9%	+20,7%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	27,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 138,1	Średni obrót 6M	17,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 759,2	EV/EBITDA 12M fwd	16,2	+9,8%
Free float	62,0%	EV/EBITDA 5Y avg	14,8	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	5 130	6 019	6 869	7 746	8 688
EBITDA	727	494	835	970	1 208
marża EBITDA	14,2%	8,2%	12,2%	12,5%	13,9%
EBIT	503	226	562	710	927
Zysk netto	352	175	446	569	745
P/E	42,0	85,8	33,9	26,6	20,3
P/BV	7,8	7,0	6,5	5,4	4,5
EV/EBITDA	21,2	30,7	17,7	14,9	11,5
DPS	32,04	32,66	35,71	63,95	92,96
DYield	0,4%	0,4%	0,4%	0,8%	1,1%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			+7,7%	-8,5%	-3,8%
Zysk netto			+15,3%	-11,3%	-5,5%
Sprzedaż det/mkw.			+0,8%	+0,1%	+1,4%
SG&A/mkw.			-0,1%	+0,0%	+0,5%
Powierzchnia			0,0%	0,0%	+1,1%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Sprzedaż/mkw (Polska)	602	585	610	631	650
Sprzedaż/mkw (Rosja)	459	534	600	660	694
Sprzedaż/mkw (Czechy)	463	545	634	670	688
Sprzedaż/mkw (Niemcy)	471	485	512	572	623
MBNS	53,5%	48,7%	53,1%	53,4%	54,1%
Przepływy oper.	254	718	1 003	804	1 014
Amortyzacja	224	267	273	259	281
Kapitał obrotowy	-223	256	342	-23	-11
Przepływy inw.	-416	-181	-407	-353	-351
CAPEX	-491	-272	-422	-353	-351
Przepływy fin.	201	-394	-111	-190	-208
Dywidenda/buyback	58	60	66	117	171
FCF	-16	442	511	432	641
FCF/EBITDA	-2%	89%	61%	45%	53%
CFO/EBITDA	35%	145%	120%	83%	84%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Sprzedaż det/mkw.	593	611	632	634	635	634	633	632	631	631	631
SG&A/mkw.	265	269	273	271	270	268	266	265	265	266	266
Powierzchnia	1 011	1 102	1 190	1 277	1 373	1 468	1 561	1 657	1 755	1 855	1 855
Przychody	6 869	7 746	8 688	9 390	10 098	10 804	11 496	12 202	12 924	13 662	14 004
EBITDA	835	970	1 208	1 383	1 501	1 620	1 721	1 825	1 918	2 036	2 078
marża EBITDA	12,2%	12,5%	13,9%	14,7%	14,9%	15,0%	15,0%	15,0%	14,8%	14,9%	14,8%
EBIT	562	710	927	1 093	1 203	1 311	1 407	1 506	1 594	1 653	1 694
Podatek	112	135	176	208	229	249	267	286	303	314	322
CAPEX	-422	-353	-351	-343	-368	-364	-355	-361	-365	-383	-383
Kapitał obrotowy	-209	50	39	26	43	43	42	43	44	45	46
FCF	511	432	641	806	861	964	1 057	1 135	1 206	1 294	1 326
PV FCF	487	380	521	604	595	614	621	615	602	596	
WACC	8,4%	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%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Powierzchnia (Polska)	465	497	526	547	569
Powierzchnia (Rosja)	158	170	196	225	261
Powierzchnia (Czechy)	43	43	43	45	49
Powierzchnia (Niemcy)	27	38	47	52	52
Środki pieniężne	224	366	848	1 110	1 565
Dług netto	621	144	-379	-713	-1 206
Dług netto/EBITDA (x)	0,9	0,3	-0,5	-0,7	-1,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	20,0	18,1	16,5	11,2	10,1	9,1
Maksimum	33,8	28,4	25,4	22,2	17,3	15,1
Mediana	30,9	25,2	19,5	18,0	16,8	13,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	15 840
Dług netto	144
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	9 013

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	7 300
DCF	50%	8 500
Cena wynikowa		7 900
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		8 400

TXM kupuj (bez zmian)

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 sprzedaży 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 został wzmocniony zespół zarządzający ofertą handlową spółki, a od 14 września stanowisko objął 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. Oczekujemy stopniowej poprawy dynamiki sprzedaży sklepów spółki r/r w kolejnych miesiącach (słaby wynik w sierpniu był zaburzony przez 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.

Cena bieżąca

2,77 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,10 PLN

+120,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	6,10 PLN	2017-09-01

Podstawowe dane			TXM PW	vs. WIG
Ticker	TXM PW	Zmiana 1M	-8,3%	-6,9%
ISIN	PLTXM0000015	Zmiana YTD	-44,6%	-68,8%
Liczba akcji (mln)	33,4	Średni obrót 1M	0,02 mln PLN	
MC (mln PLN)	92,6	Średni obrót 6M	0,02 mln PLN	
EV (mln PLN)	95,8	EV/EBITDA 12M fwd	6,1	+3,7%
Free float	21,4%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9	premia

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	5,7	7,1	-	8,6	6,0
P/BV	2,2	1,4	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	4,5	5,2	-	4,7	3,4
DPS	0,00	0,21	0,00	0,11	0,16
DYield	0,0%	7,6%	0,0%	4,1%	5,9%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż/mkw.			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
SG&A/mkw.			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Powierzchnia			0,0%	0,0%	0,0%

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 akumuluj (obniżona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Kurs PBKM w ciągu ostatniego miesiąca wzrósł o 11,5%. Sądzymy, że to reakcja rynku na dobre wyniki za 2Q'17 oraz, co ważniejsze, na zapewnienia Zarządu na konferencji powynikowej o braku planów emisji akcji na potrzeby zapłaty za przejęcia. Zarząd PBKM chce w pierwszej kolejności wykorzystać środki własne w przypadku mniejszego przejęcia i rozważyć emisję obligacji w przypadku zakupu większego podmiotu. Obecnie prowadzone są rozmowy dot. targetu w Turcji, Włoszech i na Węgrzech oraz jednym z rynków Europy Zachodniej i liczy na finalizację akwizycji do końca bieżącego roku. PBKM podtrzymał także chęć wypłacania dywidendy w kolejnych latach. Jeśli chodzi o wyniki, to zaskoczył nas poziom kosztów struktur sprzedaży i marketingu. W 2Q'17 wyniosły one 8,3 mln PLN. To tylko 2,5% więcej R/R, po +14,3% R/R w poprzednim kwartale. Z kolei koszty ogólnego zarządu spadły o 3,5% vs. wzrost o 1% w 1Q'17 R/R. Zwracamy także uwagę na dobre przyjęcie wprowadzonej do oferty PBKM możliwości rozłożenia na raty opłaty za prepaid (dokładnie na 12 miesięcy), co dobrze wpłynęło na generowane przepływy pieniężne. Podwyższamy nieznacznie nasze prognozy na 2018 i 2019 o odpowiednio +1,5% i +2,1% (na linii EBITDA), co przekłada się na wzrost naszej ceny docelowej do 66,30 PLN. Zalecenie inwestycyjne obniżamy do akumuluj ze względu na wzrost notowań PBKM w ostatnim czasie.

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	57,0	61,3	65,1
ZBNS	64,5	78,5	86,1	96,4	105,8
marża	61,5%	61,0%	60,2%	61,1%	61,9%
Koszty sprzedaży	22,6	28,0	31,0	33,3	35,0
Koszty ogólnego zarządu	26,2	21,0	21,8	22,7	23,6
Poz. dział. operacyjna	-0,2	0,4	2,2	0,4	0,0
EBIT	15,4	29,8	35,5	40,8	47,2
Amortyzacja	4,5	4,8	6,1	6,2	6,3
EBITDA	20,0	34,6	41,6	47,0	53,5
marża	19,0%	26,9%	29,1%	29,8%	31,3%
Zysk netto	9,1	22,0	26,3	30,5	35,4

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
EBIT gotówkowy	14,4	16,7	20,7	26,0	26,7	27,3	28,0	28,7	29,4	30,2	30,9
Opodatkowanie EBIT	2,2	2,7	3,6	4,7	4,9	5,0	5,1	5,2	5,4	5,5	5,6
NOPLAT	12,2	13,9	17,1	21,3	21,8	22,4	22,9	23,5	24,1	24,7	25,3
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	-2,6	-3,2	-2,4	-2,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1
FCF	10,0	10,8	14,6	18,5	19,2	19,7	20,2	20,7	21,2	21,7	22,2
PV FCF	9,7	9,7	12,0	14,1	13,5	12,7	12,0	11,4	10,7	10,1	
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	11,2	15,2	17,7	19,1	19,8	20,3	20,8	21,3	21,8	22,4
PV dywidend	7,5	10,0	12,6	13,5	13,4	12,8	12,1	11,4	10,8	10,2	
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

63,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

66,30 PLN

+5,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	66,30 PLN	2017-10-02
poprzednia	kupuj	63,90 PLN	2017-09-01
Podstawowe dane			
Ticker	BKM PW	Zmiana 1M	+11,5% +12,9%
ISIN	PLPBKM000012	Zmiana YTD	+23,0% -1,2%
Liczba akcji (mln)	5,0	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	313,2	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	312,2	EV/EBITDA 12M fwd	6,3 +4,8%
Free float	48,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,0 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	104,8	128,7	143,1	157,7	170,9
EBITDA	20,0	34,6	41,6	47,0	53,5
marża EBITDA	19,0%	26,9%	29,1%	29,8%	31,3%
EBIT	15,4	29,8	35,5	40,8	47,2
Zysk netto	9,1	22,0	26,3	30,5	35,4
P/E	34,4	14,2	11,9	10,3	8,9
P/BV	7,7	5,6	4,2	3,4	2,8
EV/EBITDA	15,6	9,1	7,5	6,7	5,9
DPS	1,21	1,41	1,55	2,25	3,06
DYield	1,9%	2,2%	2,5%	3,6%	4,9%
Zmiana prognoz					
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			+0,2%	+1,5%	+2,1%
EBIT			+0,3%	+1,7%	+2,4%
Zysk netto			+0,3%	+1,7%	+2,4%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	11,4	14,3	15,7	16,9	21,0
CFO/EBITDA	57%	41%	38%	36%	39%
Capex	-3,8	-9,4	-5,8	-6,1	-6,4
Aktywa ogółem	133,0	163,3	185,9	214,7	245,6
Kapitał własny	40,4	55,4	74,0	93,3	113,4
Dług netto	-3,5	-0,6	-2,0	-1,0	0,3
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%
Zdykontowana wartość FCF	289,1
Dług netto i inne korekty	19,0
Wycena DCF na akcję (PLN)	54,32

Podsumowanie DDM

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost DIV po prognozie	2,5%
Wycena DDM na akcję (PLN)	56,49

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	72,66
DDM	33%	56,48
DCF	33%	57,78
Cena wynikowa		62,33
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		66,30

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)**EBIT** – zysk operacyjny**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** – wartość księgowa**WNDB** – wynik na działalności bankowej**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

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

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

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

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie 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 2 października 2017 o godzinie 08:55.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 2 października 2017 o godzinie 08:55.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, BOŚ, Capital Park, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, MLP Group, Neuca, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, TXM, Vistal, Zastal, 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 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	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-10-02	2017-07-25	2017-01-27	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	17,10	15,28	12,90	10,65
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	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
data wydania	2017-09-01	2017-01-27	2016-12-19
kurs z dnia rekomendacji	357,00	347,00	287,70
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	55 560,23	51 115,26

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

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	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-09-13	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	2,67	2,37
WIG w dniu rekomendacji	64 826,07	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	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	276,00	262,20	225,50	207,00
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	58 300,37	55 560,23

CD Projekt

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-01-26
kurs z dnia rekomendacji	116,25	83,40	59,63
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	55 484,56

CEZ

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01	2016-12-06	2016-10-04
kurs z dnia rekomendacji	441,30 CZK	416,00 CZK	399,00 CZK	450,50 CZK	407,00 CZK	436,00 CZK
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	61 701,57	58 300,37	49 647,48	47 399,32

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-24	2017-01-27	2017-01-23	2016-11-16
kurs z dnia rekomendacji	65,16	62,73	69,69	81,00	69,03	62,70	60,85
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	60 181,96	59 093,68	55 560,23	53 573,28	47 579,82

Comarch

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-01	2016-12-19
kurs z dnia rekomendacji	178,50	195,00	223,00	204,80	172,40
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	60 181,96	58 300,37	51 115,26

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	redukuj	redukuj
data wydania	2017-08-29	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	27,80	24,65
WIG w dniu rekomendacji	65 170,56	55 560,23

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	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-03	2017-01-25
kurs z dnia rekomendacji	5,19	5,21	6,26	5,69
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	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	równoważ	niedoważaj
data wydania	2017-09-14	2017-03-06
kurs z dnia rekomendacji	11,98	15,07
WIG w dniu rekomendacji	64 719,80	59 313,38

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	trzymaj	sprzedaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01	2017-01-27	2016-10-04
kurs z dnia rekomendacji	14,80	15,25	13,14	10,67	10,61	8,45
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	61 701,57	58 300,37	55 560,23	47 399,32

Energia

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-10-02	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	11,65	10,87	10,20	8,19	7,40
WIG w dniu rekomendacji	62 269,72	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	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-06-02	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	35,50	32,67	28,60
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 181,96	55 560,23

Eurocash

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-01-27	2016-11-04	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	38,62	39,14	39,90	37,40	43,00
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	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	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-07-03	2017-06-23	2017-06-02	2017-01-26
kurs z dnia rekomendacji	79,80	68,90	72,08	63,30	67,50	63,01	70,41
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	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

Kety

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	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	zawieszona
data wydania	2017-10-02	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	117,40	126,10	121,00	110,65	120,10	131,50	129,00	122,05	110,00	91,84
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	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

Komercni Banka

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

Kruk

rekomendacja	kupuj	redukuj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-05-08	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	293,45	340,95	293,85	249,15
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	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	kupuj
data wydania	2017-09-26
kurs z dnia rekomendacji	2,69
WIG w dniu rekomendacji	63 895,84

Lokum Deweloper

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2017-09-14	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	16,30	13,32
WIG w dniu rekomendacji	64 719,80	48 651,28

Lotos

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01	2016-12-20
kurs z dnia rekomendacji	59,75	58,86	48,63	40,40
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	58 300,37	51 129,31

LPP

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-20	2017-04-05	2017-01-27	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	8172,05	8696,65	6700,00	6635,25	5369,90	5615,00
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	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	trzymaj	redukuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2016-12-20
kurs z dnia rekomendacji	3 000 HUF	2 978 HUF	20 620 HUF
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	51 129,31

Monnari

rekomendacja	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-09-13	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	8,93	7,89
WIG w dniu rekomendacji	64 826,07	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	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	9 895 HUF	10 445 HUF	8 450 HUF	8 950 HUF	7 498 HUF
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	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	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-04-05	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	63,00	54,50	60,50	53,95
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	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	trzymaj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-06-27	2016-10-04
kurs z dnia rekomendacji	13,30	14,27	13,29	12,29	10,18
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	62 800,96	61 701,57	47 399,32

PGNiG

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-02-27
kurs z dnia rekomendacji	6,79	6,83	6,75	6,12
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	62 800,96	58 657,32

PKN Orlen

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2016-12-20
kurs z dnia rekomendacji	121,70	117,90	87,17
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	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	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-01-17	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	5,14	4,78	5,30	4,57
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	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	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-04-05	2016-12-06	2016-10-04
kurs z dnia rekomendacji	3,75	3,92	3,65	3,35	2,66	2,55
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	61 701,57	59 015,12	49 647,48	47 399,32

Torpol

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	12,05
WIG w dniu rekomendacji	64 719,80

Trakcja

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	12,80
WIG w dniu rekomendacji	64 719,80

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

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	niedoważaj	równoważ	zawieszona	trzymaj
data wydania	2017-09-11	2017-01-27	2017-01-27	2016-11-25
kurs z dnia rekomendacji	5,10	9,00	9,00	9,90
WIG w dniu rekomendacji	64 306,53	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

ZUE

rekomendacja	niedoważaj	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-09-14	2017-04-12	2016-11-07
kurs z dnia rekomendacji	9,20	12,35	8,55
WIG w dniu rekomendacji	64 719,80	58 510,03	47 610,85

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 47 35
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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@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