

piątek, 1 grudnia 2017 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: grudzień 2017

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji. Na rynkach zagranicznych – poprawa globalnego wzrostu, malejące ryzyko inflacji i nadal wspierająca polityka banków centralnych, a w Polsce – stopniowa poprawa wyników spółek i rosnąca liczba wezwań na akcje przecenionych spółek – będą wspierać ceny akcji.

Ze spółek

Finanse

Na wskaźniku P/E indeks WIG Banki notowany jest z 4% premią do swojej 5-letniej średniej (pomimo znaczącego spadku rentowności sektora). Podtrzymujemy nasze zalecenie przeważenia banków bez ekspozycji na kredyty CHF ze względu na bardziej atrakcyjny poziom wycen. Jednocześnie w sektorze finansowym zwracamy uwagę na PCM oraz SKH, których dywidenda w 2018 roku będzie bezkonkurencyjna.

Chemia

Dobre otoczenie gospodarcze w Europie oraz ograniczenia szkodliwej dla środowiska produkcji w Chinach pozytywnie przekładają się na wyniki i notowania spółek chemicznych. Naszym faworytem z GPW pozostaje Ciech.

Paliwa

Widoczne pogorszenie marży rafinerijnej i wzrost cen ropy powinny wywierać coraz większą presję na notowania LTS i PKN. W ramach sektora paliwowego naszym faworytem jest PGNiG, którego kurs zbyt nerwowo zareagował na wyniki 3Q i ignoruje poprawę makro w segmencie upstream.

Energetyka

Reforma ETS została zatwierdzona i choć na razie nie przeniosła się na wzrost cen CO₂, to jest to bardzo prawdopodobny scenariusz. Utrzymujemy pozytywne rekomendacje dla CEZ i Energi, ale po ostatnich spadkach podnosimy też zalecenie dla PGE do akumuluj.

Telekomunikacja, media, IT

Naszymi faworytami na grudzień są Comarch i Agora. Podtrzymujemy pozytywne podejście do Orange Polska. Wśród spółek o mniejszej kapitalizacji naszym faworytem jest ASEE. Pozytywne podejście mamy też do Atende i Wasko. Podwyższamy zalecenie na Asseco Poland z/w na istotny spadek kursu i realizację naszej ceny docelowej.

Przemysł, metale

Naszym zdaniem słaby 2Q'17 obniżył oczekiwania odnośnie wyników tak nisko, że mimo kontynuacji negatywnych tendencji w 3Q'17 pojawiły się pierwsze pozytywne zaskoczenia (21% obserwowanych spółek). Wśród największych pozytywnych niespodzianek kwartału można wymienić Alumetal i Tarczyński, a wśród negatywnych Amica, Forte, Kernel, Pfeleiderer.

Budownictwo

Sezon wyników ukazał słabość spółek specjalizujących się w budownictwie kolejowym oraz energetycznym. Preferujemy spółki z krótszymi backlogami (Unibep, Erbud, Elektrotim) i silnym bilansem (Budimex, Elektrobudowa).

Deweloperzy

Wyniki 3Q'17 potwierdziły solidne fundamenty sektora. Następnym testem, który w naszej ocenie będzie zdany pozytywnie są publikowane na początku stycznia wyniki sprzedażowe za 4Q. Podtrzymujemy przeważenie sektora. 7 najtańszych spółek jest notowanych na P/E'18=6,3x oraz DYield'18=8,8%.

Handel

Wzrost sprzedaży porównywalnej oraz rentowności sprzedaży (LPP, MON) r/r w 3Q'17, pozwalał spółkom poprawiać wyniki pomimo presji płacowej. Pozytywnie oceniamy rezultaty AmRest, CCC, LPP, Monnari oraz Vistula.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: AGO, CCC, CEZ, CIE, CRM, EAT, EGS, ECH, ENG, EUR, FMF, KER, LCC, OPL, PFL, PGE, PGN, POZ, ROB, STL, TAR, UNI

Negatywne: CDR, FTE, KGH, LTS, PKN, PKO

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	62 440	-3,7%	+21%
ATX	3 345	-1,8%	+30%
BUX	38 674	-2,4%	+21%
PX	1 059	-0,6%	+20%
Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 409	-4,6%	+26%
mWIG40	4 750	-2,6%	+15%
sWIG80	14 171	-1,2%	+2%
Banki	8 142	+5,4%	+30%
Budownictwo	2 784	+1,0%	-3%
Chemia	15 215	-3,8%	+11%
Energia	2 961	-8,6%	+16%
Górnictwo	4 199	-11,8%	+19%
Informatyka	2 010	-4,5%	-7%
Media	4 747	+1,5%	+4%
Nieruchomości	2 067	-2,1%	+13%
Odzież	6 688	-7,0%	+29%
Paliwa	7 281	-13,0%	+28%
Spożywczy	3 584	-0,9%	-14%
Telekomunikacja	735	-2,0%	+1%
Top 5 / Worst 5		1M	YTD
Elemental	2,40	+15,4%	-33%
Comarch	179,90	+12,0%	+4%
Neuca	274,00	+11,8%	-29%
P.A. Nova	23,82	+11,3%	-1%
AB	30,50	+10,9%	-12%
ZPUE	184,00	-19,1%	-52%
Gino Rossi	1,17	-20,4%	-50%
CFI Holding	0,46	-24,6%	-40%
Eurocash	27,48	-25,3%	-29%
Bumech	0,36	-53,2%	-47%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Asseco Poland	trzymaj ▲	44,00 PLN ▼
BZ WBK	trzymaj ▼	377,87 PLN ►
CCC	kupuj ▲	292,00 PLN ▼
CEZ	akumuluj ►	548,60 CZK ▲
Enea	trzymaj ►	12,82 PLN ▼
Energia	kupuj ▲	14,81 PLN ▲
Eurocash	kupuj ►	38,30 PLN ▼
Grupa Azoty	trzymaj ►	78,52 PLN ▼
ING BSK	sprzedaj ▼	152,39 PLN ►
Jeronimo Martins	trzymaj ▼	17,10 EUR ►
Kernel	akumuluj ►	57,20 PLN ▼
Komercni Banka	kupuj ▲	1111,00 CZK ►
LPP	trzymaj ►	8200 PLN ▼
OTP Bank	akumuluj ▲	10901 HUF ►
PBKM	akumuluj ►	71,00 PLN ▲
PGE	akumuluj ▲	13,20 PLN ▼
PGNiG	kupuj ►	7,73 PLN ►
PKO BP	sprzedaj ▼	31,20 PLN ►
Tauron	trzymaj ►	3,23 PLN ▼
TXM	kupuj ►	5,74 PLN ▼

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	5
3. Prognozy i rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku na tle konsensusu	8
4. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	10
5. Statystyki rekomendacji	13
6. Kalendarium wydarzeń	13
7. Makroekonomia	14
8. Finanse	16
8.1. Alior Bank	16
8.2. BZ WBK	17
8.3. Getin Noble Bank	18
8.4. Handlowy	19
8.5. ING BSK	20
8.6. Millennium	21
8.7. Pekao	22
8.8. PKO BP	23
8.9. Komerční Banka	24
8.10. Erste Bank	25
8.11. OTP Bank	26
8.12. PZU	27
8.13. GetBack	28
8.14. Kruk	29
8.15. Prime Car Management	30
8.16. Skarbiec Holding	31
9. Chemia	32
9.1. Ciech	32
9.2. Grupa Azoty	33
9.3. Polwax	34
9.4. Synthos	35
10. Paliwa	36
10.1. Lotos	36
10.2. MOL	37
10.3. PGNiG	38
10.4. PKN Orlen	39
11. Energetyka	40
11.1. CEZ	40
11.2. Enea	41
11.3. Energa	42
11.4. PGE	43
11.5. Tauron	44
12. Telekomunikacja, media, IT	45
12.1. Netia	45
12.2. Orange Polska	46
12.3. Agora	47
12.4. Cyfrowy Polsat	48
12.5. Wirtualna Polska	49
12.6. Asseco Poland	50
12.7. CD Projekt	51
12.8. Comarch	52
13. Przemysł, metale	53
13.1. Famur	53
13.2. Grupa Kęty	54
13.3. Kernel	55
13.4. KGHM	56
13.5. Stelmet	57
14. Budownictwo	58
14.1. Budimex	58
14.2. Elektrobudowa	59
14.3. Erbud	60
14.4. Unibep	61
15. Deweloperzy	62
15.1. Atal	62
15.2. Capital Park	63
15.3. Dom Development	64
15.4. Echo Investment	65
15.5. GTC	66
15.6. LC Corp	67
15.7. Robyng	68
16. Handel	69
16.1. AmRest	69
16.2. CCC	70
16.3. Eurocash	71
16.4. Jeronimo Martins	72
16.5. LPP	73
16.6. TXM	74
17. Inne	75
17.1. PBKM	75

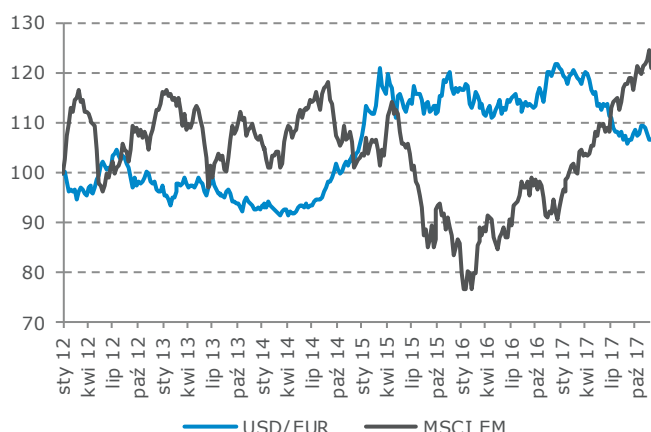
Rynek akcji

Obraz otoczenia dla rynku akcji nie zmienia się (poprawa globalnego wzrostu, malejące ryzyko inflacji i nadal wspierająca polityka banków centralnych z przesunięciem oczekiwań na bardziej gołębie), co nadal powinno wspierać inwestycje w bardziej ryzykowne aktywa. Po silnych wzrostach i ustanowieniu kolejnych historycznych maksimów, wizja korekty na rynku amerykańskim ciągle narasta – jednak próby „łapania lokalnej górki” kończą się stratami. Umocnienie euro i wzrost ryzyka politycznego w Niemczech (możliwe powtórne wybory) negatywnie wpływają na ceny akcji w Europie. Przy pozytywnym scenariuszu globalnego makro w 2018 roku (wariant bazowy), podtrzymujemy opinię, że lokalne osłabienia indeksów należy wykorzystywać do kupna akcji. Oczekiwane dalsze osłabienie USD pozytywnie wpłynie na popyt na aktywa EM. W Polsce najsłabsze momentum wynikowe już za nami. Przy zakładanej ścieżce wzrostu PKB, kolejne kwartały powinny pokazywać już stopniowe podnoszenie oczekiwań wynikowych. Ponadto w ostatnich tygodniach coraz więcej inwestorów ogłasza wezwania do sprzedaży akcji spółek notowanych, co będzie wspierać wyceny, jak również dostarczać do funduszy wolną gotówkę.

USD nadal słabnie, pozytywnie dla EM

Gospodarka amerykańska nadal nie wykazuje oznak spowolnienia, co potwierdzają bieżące dane makro i Minutes FEDu. W 3Q PKB rósł w tempie 3,3%, co uwzględniając nadal negatywny wpływ na dynamikę wzrostu huraganów Harvey i Irma (-0,4 p. p.) było nieco lepszym wynikiem od oczekiwań. FED oczekuje, że coraz bardziej prawdopodobna reforma podatkowa przyspieszy tempo wzrostu, szczególnie w konsumpcji (pozostającej głównym motorem wzrostu, co potwierdzają m.in. dobre odczyty za październik) i inwestycjach. Rynek pracy pozostaje bardzo silny. Według szacunków ISI Evercore w listopadzie stopa bezrobocia spadła do 4%, przy 2,7% dynamice wzrostu średniej tygodniowej stawki wynagrodzeń. W opinii FED niska inflacja (w październiku CPI: 2,0% vs. 2,2% poprzedni miesiąc, inflacja bazowa: 1,8% vs. 1,7%) może być bardziej trwałym zjawiskiem niż dotychczas zakładano (przesunięcie oczekiwań na bardziej gołębie), co oddala kolejne podwyżki stóp procentowych (poza grudniową, która wydaje się być przesadzona). W efekcie krzywa dochodowości powinna zostać płaska, co nadal powinno osłabiać USD... a to pozytywny scenariusz dla aktywów EM.

USD/EUR vs. MSCI EM



Źródło: Bloomberg

Spadek oczekiwań na podwyżki stóp procentowych nie wpływa negatywnie na zachowanie sektora finansowego w USA, który był jednym z liderów wzrostu w listopadzie. Dzieje się tak za sprawą rosnących oczekiwań na zniesienie/ograniczenie reguły Volckera, co potwierdził m.in. przyszły szef FED – Jerome Powell. Przypominamy, że reguła Volckera istotnie ogranicza możliwości banków w kwestii inwestowania kapitału na „własną książkę”. Oprócz zmniejszonej dochodowości banków zjawisko to ma jeszcze jeden aspekt. Na największych rynkach szacuje się, że algorytmy odpowiadają za egzekucję 90% transakcji giełdowych. Oznacza to, że w przypadku wystąpienia nieoczekiwanego, negatywnego zdarzenia makro (lub innego zdarzenia) na rynek napłynie duża liczba małych zleceń sprzedaży, co zostanie wielokrotnie spotęgowane „załączeniem” się dodatkowej podaży algorytmicznej wywołującej krach à la 1987. Wraz z coraz wyższymi wycenami aktywów i wykupieniem rynku ryzyko takie staje się coraz większe. Wcześniej stabilizację rynków stanowiły inwestycje własne wielkich banków inwestycyjnych (*proprietary trading, market -making*).

Słabość polskiego rynku vs. MSCI EM

W ostatnim miesiącu do funduszy ETF dedykowanych akcjom napłynęło netto 53 mld USD, z czego 2,7 mld USD do funduszy na rynki wschodzące. Od 6 miesięcy utrzymuje się relatywna słabość WIG20 w stosunku do MSCI EM. Podobny trend miał miejsce w 2H'15-1H'16, kiedy inwestorzy zagraniczni wysoko oceniali ryzyko polityczne w Polsce oraz 2014 (wpływ konfliktu Ukraina-Rosja).

Relatywna siła MSCI EM vs. WIG20



Źródło: Bloomberg

Obecnie nie identyfikujemy czynników politycznych czy makro które uzasadniałyby relatywną słabość WIG20. Za przyczynę takiego stanu rzeczy, naszym zdaniem, odpowiadają dwa elementy: odpływ lokalnego kapitału z rynku akcji na rzecz mniej ryzykownych strategii (fundusze pieniężne, mieszane, rynek nieruchomości), jak również niski udział w WIG20 spółek technologicznych, będących największymi komponentem MSCI EM. W październiku według portalu Analizy Online, TFI odnotowały netto napływ środków do funduszy akcyjnych, przy czym wynikało to z napływu kapitału do funduszy dedykowanych na rynki zagraniczne. Z funduszy akcyjnych na polski rynek akcji odpłynęło 0,2 mld PLN. W naszej ocenie trend ten był kontynuowany również w listopadzie. W drugim przypadku hossy na NASDAQ, co do zasady powinna oznaczać słabsze zachowanie polskiego rynku (ograniczając analizę tylko do czynnika napływu kapitału do ETF).

Momentum wyników zacznie się poprawiać

Po bardzo słabym 2Q, w naszej ocenie 3Q przyniósł pierwsze pozytywne zaskoczenia wyników spółek. Dotyczy to szczególnie sektora przemysłowego, przy czym odnosimy się tu nie do wartości bezwzględnych (te nadal są słabe), ale obniżonych w ostatnich miesiącach oczekiwań analityków. Na przykładzie sektora handlowego widać również, że spółki coraz lepiej radzą sobie z rosnącymi kosztami wynagrodzeń (na razie głównie *Blue Chips* sektora). Największym rozczarowaniem są wyniki sektora budowlanego, przy czym w przypadku największych spółek widać poprawiającą się kontraktację na 2018 rok. Naszym zdaniem, najsłabsze momentum wynikowe już za nami. Przy zakładanej ścieżce wzrostu PKB, kolejne kwartały powinny pokazywać już stopniowe podnoszenie oczekiwań wynikowych.

Podobnie jak na rynkach bazowych, słabną oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w Polsce. Niskie odczyty inflacji za październik i coraz bardziej gołębia retoryka RPP, powodują że konsensus zakładający pierwszą podwyżkę stóp w 3Q'18 i kolejne 3 w 2019 r. na obecną chwilę wydaje się zbyt jastrzębi. Makroekonomiści mBanku oczekują spadku inflacji na przełomie roku, co w krótkim okresie dodatkowo będzie utwierdzać rynek w przekonaniu, że stopy procentowe w 2018 r. mogą pozostać na niezmiennym poziomie (dla sektora bankowego może oznaczać to grę pod rozczarowanie wynikami). Sentyment powinien ulec jednak odwróceniu po 1Q'18, kiedy ponownie powinno dojść do „skrętu sentymentu w kierunku jastrzębim”. Według naszych makroekonomistów bardzo dobre dane o wzroście PKB w 3Q (+4,9% r/r) wskazują na silnie pro-inflacyjną strukturę wzrostu. Ponadto, sektor w Polsce jest beneficjentem pozytywnego postrzegania banków na rynkach globalnych jak również umacniania się PLN (szczególnie w relacji do CHF).

Rosnąca skala wezwań na GPW

Ostatnie tygodnie przyniosły ogłoszenie szeregu wezwań do sprzedaży akcji spółek notowanych na GPW (Emperia, Robyg, Griffin Premium, Synthos). Wezwania dotyczą przede wszystkim spółek średniej kapitalizacji, które można określić jako *Midcap Blue Chips*. Biorąc pod uwagę relatywnie niski poziom wycen (szczególnie w sektorze przemysłowym), uważamy że trend ten będzie utrzymywał się w 2018 roku i w istotny sposób będzie zasilał lokalne fundusze w gotówkę.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Kurs CHF/PLN wyraźnie wspierał sentyment do polskiego sektora bankowego w listopadzie, a w szczególności do banków z ekspozycją CHF. Niemniej jednak z punktu widzenia regulacyjnego oraz stabilności sektora bankowego uważamy, że moment na wprowadzenie ustawy o wsparciu kredytobiorców hipotecznych jest bardzo dobry ze względu na ograniczone straty banków. Ponadto, poprzez wyznaczenie nowych minimalnych wskaźników wypłacalności na 2018 rok oraz wymogów kapitałowych regulator wyraźnie dał do zrozumienia, że nadwyżkowy kapitał w bankach będzie wymagany do momentu zniwelowania ekspozycji na kredyty CHF. Podtrzymujemy nasze zalecenie przeważania banków bez ekspozycji na kredyty CHF ze względu na atrakcyjne wyceny.
- Rekomendujemy kupowanie walorów Komerčni Banka oraz sprzedaż PKO BP. Obecnie Komerčni Banka notowane jest z 23% dyskontem do PKO BP, pomimo znacznie wyższego ROE oraz dywidendy. Ponadto, wyniki KB będą wspierane przez podwyżki stóp procentowych przez 2018 rok, kiedy podwyżki w Polsce prognozowane są dopiero na 4Q'18 (konsensus).
- Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do PCM. Na wskaźniku 2018 P/BV 0,7x spółka notowana jest z 69% dyskontem do grupy porównawczej, która prezentuje dividend yield na poziomie ~3%. Dyskonto jest również głębokie (42%) przy porównaniu wskaźnika 2018 P/E. Uważamy, że PCM zasługuje na znacznie niższe dyskonto chociażby ze względu na stopę dywidendy, która może wynieść nawet 16% w 2018 roku.
- **Kluczowe rekomendacje:** Alior Bank (kupuj), Komerčni Banka (kupuj), PKO BP (sprzedaj), PCM (kupuj)

Chemia

- Dobre otoczenie gospodarcze w Europie oraz ograniczenia szkodliwej dla środowiska produkcji w Chinach pozytywnie przekładają się na wyniki i notowania spółek chemicznych. Wycena indeksów MSCI Chemicals dla Europy i Świata powróciła do rekordowych poziomów do swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA (ryzyko korekty?).
- Obecnie naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniany jest Ciech (wzrosty cen spotowych sody w Chinach przed okresem negocjacji cen na 2018 r.; powolne rozpoczęcie produkcji nowych mocy w Turcji; spółka jest największym beneficjentem udanego wezwania na Synthos - Ciech będzie jedyną prywatną i płynną spółką chemiczną na GPW).
- Neutralnie podchodzimy do wyceny Grupy Azoty (w 4Q'17 spółka będzie kontynuować wzrostowy trend wyników, choć ryzykiem jest koniec lock-up EBOR (2,8% akcji). Z uwagi na duże zapasy kauczuków w Chinach, spadającą relację butadien/nafta, pogarszające się marże na produktach styrenowych oraz perspektywę niższej dywidendy w 2018 roku sugerowalibyśmy wzięcie udziału w ogłoszonym wezwaniu na akcje Synthos.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj)

Paliwa

- Dobry sentyment na rynku ropy nadal się utrzymuje, a decyzja OPEC o podtrzymaniu ograniczeń w produkcji i słabszy dolar powinny temu sprzyjać. Rynek globalny jest w deficycie i oczekujemy dalszego spadku zapasów.
- Marże rafineryjne już się znormalizowały po huraganie Harvey (obecnie 4,5-5 USD/Bbl), łącznie z crackami na dieslu, które korzystały na okresowym niedoborze produktu na Morzu Bałtyckim w związku z remontami rafinerii skandynawskich i mniejszym eksporcie z Primorska. Drożący surowiec wywiera coraz większą presję, szczególnie jeśli chodzi o zużycia własne oraz ciężkie frakcje i ma duże znaczenie dla rentowności w petrochemii. Dodatkowym obciążeniem były informacje o zwiększeniu od nowego roku kwot na import surowca przez chińskie rafinerie teapots, które systematycznie zwiększają wykorzystanie mocy.
- Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do PGNiG, choć liberalizacja polskiego rynku gazu znajdzie odzwierciedlenie w wynikach spółki dopiero w przyszłym roku. Spółce sprzyjają obecnie wzrosty cen ropy i gazu (+14% r/r w 4Q'17), a przecena notowań po 3Q'17 była nieuzasadniona (konsensus roczny będzie naszym zdaniem zrealizowany z nawiązką).
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (sprzedaj), PGNiG (kupuj), PKN Orlen (sprzedaj)

Energetyka

- Ceny energii w Niemczech ustabilizowały się na 37 EUR/MWh, dzięki dobremu sentymentowi na rynku węgla oraz nieco wyższym notowaniom CO2, choć w tym drugim przypadku liczymy na kontynuację wzrostów w związku z osiągniętym kompromisem w sprawie reformy ETS.
- W takim otoczeniu atrakcyjnie wyglądają akcje CEZ, szczególnie w relacji do polskich wytwórców, którzy charakteryzują się wyższym poziomem emisji. W Polsce problemem jest również to, że nie w pełni udaje się przenosić na ceny energii wyższe koszty węgla. Przy okazji wyników kwartalnych Spółki informowały o podwyżkach lokalnych cen paliwa rzędu 10-15%, co łącznie z kosztami uprawnień powinno być podnieść ceny energii r/r o ponad 10-15 PLN/MWh, podczas gdy ważone wolumenem ceny w kontrakcie rocznym wzrosły zaledwie o 6 PLN/MWh.
- Wszystko wskazuje na to, że kształt rynku mocy pod naciskami KE będzie nieco inny od pierwotnego projektu. W ramach wniesionych poprawek zlikwidowano koszyki cenowe, zostawiając tylko zróżnicowanie okresu wsparcia (1 rok, 5 lat i 15 lat), co znacząco zmniejszy komfort przepływów w sektorze w przyszłości w stosunku do poprzedniego wariantu. Wiele też zależeć będzie od budżetu alokowanego przez ME na pierwszą aukcję.
- W ramach polskiego sektora energetycznego wyróżniamy Enerę z uwagi na brak ekspozycji na spadający clean dark spread i perspektywę poprawy rentowności w obrotach w 2018 oraz coraz bardziej realną perspektywę zamrożenia projektu Ostrołęka C. Po ostatnich spadkach potencjał wzrostowy dostrzegamy również w przypadku PGE.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (akumuluj), Energa (kupuj), PGE (akumuluj)

Telekomunikacja, media, IT

- Wprowadzenie regulacji Roam Like At Home (od 15.06.2017 stawki detaliczne w roamingu zostały zrównane z krajowymi, a klienci mogą w ramach przyznanego pakietu korzystać z usług telekomunikacyjnych za granicą w ramach UE) przyniosło negatywny wpływ na wyniki telekomów: Orange zanotował z tego tytułu 73 mln PLN straty na linii EBITDA, Cyfrowy Polsat 62 mln PLN, a Play 57 mln PLN. Operatorzy zapowiedzieli powzięcie kroków do zmniejszenia negatywnego wpływu regulacji na ich wyniki.
- Na rynku widać wprowadzenie agresywnej kampanii akwizycyjnej klientów przez T-Mobile. Grupa pozyskała netto 10,3 tys. numerów w 3Q'17 (na podstawie raportów UKE). To duża zmiana vs. poprzednie okresy (-74,2 tys. w 3Q'16 i -79,4 tys. w 4Q'16). Cyfrowy Polsat także stał się bardziej agresywny. W 3Q'17 z Polkomtela odeszło tylko 4,6 tys. numerów netto vs. -36,5 tys. w 2Q'17 i -51,8 tys. w 1Q'17.
- Zgodnie z naszymi założeniami, Orange Polska wycofało się z agresywnej walki o klienta (-35,1 tys. numerów netto). Telekom zmienił podejście do akwizycji klienta – chce wiązać klientów ofertą konwergentną fixed + mobile *Orange Love* w miejsce kosztowych subsydiów.
- W 3Q'17 dynamika wydatków na reklamę w Polsce była dość słaba i wyniosła tylko +0,5%, w rozbiciu reklama internetowa miała 6,0% wzrost, kino +6,0%. Pozytywnym zaskoczeniem był wzrost reklamy radiowej + 6,5%. Z kolei spadki widoczne były w dziennikach (-15,5% R/R), magazynach (-9,5% R/R), outdoor (aż -12,0% - tutaj zaskoczenie negatywne) oraz TV (-0,5% R/R).
- Na rynku IT widoczny jest start tzw. „mała kontraktacja” od samorządów i szpitali, co przełożyło się na poprawę w wybranych spółkach IT. Z drugiej strony brak dużych przetargów oraz jednocześnie utrzymywanie (a nawet zwiększanie) zatrudnienia miał przeciwny efekt. W 4Q'17 pojawiły się pierwsze duże kontakty publiczne, w tym kontrakt na systemy cyfrowej rejestracji spraw w sądach powszechnych (138 mln PLN netto dla konsorcjum CMR i Maxto), umowa ATD z Resortowym Centrum Zarządzania Sieciami na środowisko platformy wirtualizacji za 61 mln PLN, olbrzymi przetarg na infrastrukturę systemu ERTMS/GSM w PKP dla konsorcjum z WAS (2,3 mld PLN netto na całość).
- Wśród spółek IT o mniejszej kapitalizacji naszym faworytami są ASE, które zapowiedziało solidny odczyt za 4Q'17 (pierwsza marża +14% R/R, EBIT >16% wyższy R/R pomimo wysokiej bazy) i jest notowane na niskich wskaźnikach P/E'17 ok. 10,6x oraz ATD, notowanego na P/E'17 ok. 14,4x (gdzie szacujemy wzrost EBIT w 4Q'17 na 101%). Pozytywne podejście mamy do WAS. Sądzymy, że rynek nie uwzględnił w wycenie korzyści finansowych z megakontraktu dla PKP.
- Neutralne nastawienie mamy do ALL i ABS z/w na wysokie wyceny. W długim terminie obie spółki oferują ciekawe autorskie rozwiązania, jednak sądzymy że mała wrażliwość na public przełoży się na niższe wzrosty wyników w nadchodzących kwartałach.
- **Kluczowe rekomendacje:** Orange Polska (kupuj), Comarch (kupuj), Agora (kupuj)

Przemysł, metale

- Ceny akcji polskich spółek przemysłowych nadal pozostają pod wyraźną presją rosnących cen surowców i kosztów pracy, co przekłada się na słabe wyniki finansowe. Indeks cenowy spółek przemysłowych od początku roku zachowuje się asymetrycznie do MSCI Industrial dla Europy i Świata (te od początku roku w trendzie wzrostowym).
- Naszym zdaniem słaby 2Q'17 obniżył oczekiwania odnośnie wyników tak nisko, że mimo kontynuacji negatywnych tendencji w 3Q'17 pojawiły się pierwsze pozytywne zaskoczenia (21% obserwowanych spółek). Wśród największych pozytywnych niespodzianek kwartału można wymienić Alumetal i Tarczyński. Z kolei wśród negatywnych: Amica, Forte, Kernel, Pfeleiderer. W porównaniu do 3Q'16 40% spółek poprawiło zeszłoroczne rezultaty, a 33% pogorszyło (jeszcze w 2Q'17 ponad połowa spółek raportowała spadek r/r rezultatów). Pozytywnie perspektywy kolejnych kwartałów oceniły Zarządy Alumetal, Elemental i Tarczyński).
- Naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniane są: Famur (rosnący portfel zamówień; wzrost cen węgla i surowców), Kernel (w długim terminie spółka utrzymuje swój wzrostowy profil; konsolidacja rynku ukraińskiego powinna przekładać się na zwiększenie marży w przyszłości; inwestycja powinna się zwrócić w ciągu roku), Pfeleiderer Group (wyraźny trend wzrostu cen płyty; program motywacyjny Zarządu wspierać będzie notowania firmy w nadchodzących latach), Stelmet (spadek wyników powinien wyhamować w 3Q'17; sztormowa pogoda w Wielkiej Brytanii 2H'17).
- Duża przecena na małych spółkach naszym zdaniem może kusić inwestorów do szukania okazji (również spoza rynku kapitałowego) – nasze typy to: Ergis (spółka notowana z około 24-36% dyskontem do innych polskich spółek przemysłowych), Pozbud (spółka notowana 3xP/E'19), Tarczyński (restrukturyzacja kosztowa powinna wspierać wyniki kwartałów).
- Wczoraj zamknęliśmy nasze niedowoważenie (do neutralnie) na Boryszewie (spółka po spadku notowań zmniejszyła swoją premię do spółek porównywalnych).
- Pozostawiamy niedowoważenie na Forte (cena akcji z 10-59% premią do grupy porównawczej; na koniec roku zadłużenie netto do EBITDA wzrosło do poziomu 3,6x).
- **Kluczowe rekomendacje:** Ergis (przeważaj), Famur (kupuj), Forte (niedowóżaj), Kernel (akumuluj), Pfeleiderer Group (przeważaj), Pozbud (przeważaj), Stelmet (kupuj), Tarczyński (przeważaj)

Budownictwo

- Wyniki sektora za 3Q'17 były słabe. Dynamika EBITDA wyniosła -34% r/r, a ZN -56% r/r (nie uwzględniając Budimeksu). Za tak słabe dane odpowiadają przede wszystkim spółki budownictwa kolejowego (TRK, TOR, ZUE) oraz elektroenergetycznego (PXM, MSW, MSZ, ELB), gdzie EBITDA spadła łącznie o 48%, a ZN o 84% r/r.
- Unibep pozostaje naszym faworytem w sektorze. Mimo istotnych problemów w segmencie drogowym, spółka 15. kwartał z rzędu wykazuje dodatnią dynamikę ZN (r/r). Obecnie jest to najtańsza spółka budowlana na P/E'18 (7,7x).
- Niezmiennie rekomendujemy kupno Budimeksu i Elektrobudowy. Spółki cechują się najwyższą w sektorze: (1) pozycją gotówkową, (2) potencjałem dywidendowym oraz (3) saldem rezerw.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Unibep (kupuj), Budimex (kupuj), Trakcja (niedowóżaj),

Deweloperzy

- Większość spółek deweloperskich zaraportowała w 3Q'17 wyniki zbliżone do oczekiwań, z wyjątkiem Robyga, Lokum oraz Domu, których wyniki zaskoczyły pozytywnie. Zagregowana marża deweloperska na działalności mieszkaniowej wyniosła 28% i nie uległa zmianie r/r.
- Główne trendy, o których zarządy wspominały podczas wynikowych konferencji to: (1) bardzo dobra sprzedaż mieszkań w X'17, (2) utrzymujący się (umiarkowany) wzrost cen mieszkań, (3) zauważalny wzrost kosztów budowy, (4) długi okres pozyskiwania pozwoleń na budowę, (5) silna konkurencja na rynku gruntów.
- Z uwagi na rosnące koszty i przypadki opóźnień budów, wstrzymujemy się z podnoszeniem prognoz na lata 2018-19. Nie zmienia to naszej opinii, że sektor jest wyceniony bardzo atrakcyjnie, a czynniki ryzyka są wyolbrzymiane przez rynek.
- Mediana P/E'18 dla spółek z pozytywną rekomendacją wynosi 6,3x, a mediana DYield'18 8,8%.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Atal (akumuluj), Dom Development (kupuj), Robyg (kupuj), Echo Investment (kupuj), LC Corp (kupuj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj)

Handel

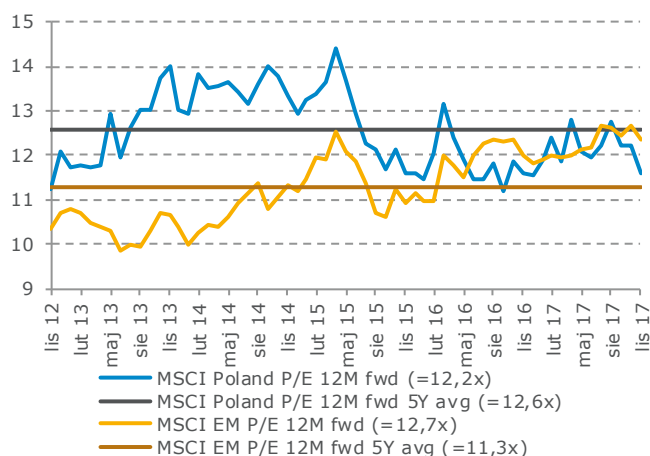
- Zgodnie z ustawą planowane jest wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę od marca 2018 roku. W 2018 roku sklepy będą mogły być otwarte w pierwszą i ostatnią niedzielę miesiąca, w 2019 roku w jedną niedzielę w miesiącu, a w 2020 wszystkie niedziele będą wolne. Wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę początkowo miałoby może mieć negatywny wpływ na sprzedaż porównywalną spółek odzieżowych i obuwniczych. W średnim terminie popyt powinien zostać dostosowany, a spółki powinny uzyskać korzyści po stronie kosztów SG&A (dostosowanie harmonogramów pracy). Zamknięcie centrów handlowych w niedzielę może mieć lekko negatywny wpływ na biznes restauracyjny AmRest w Polsce (według naszych szacunków około 50% restauracji spółki znajduje się w centrach handlowych, a negatywny efekt zamknięcia restauracji w co drugą niedzielę wyniosłoby 1,1% sprzedaży AmRest). Ograniczenie handlu powinno mieć niski wpływ na sprzedaż spółek z handlu spożywczego, gdzie niedziela stanowi niski udział w tygodniowej sprzedaży, a popyt powinien się szybko dostosować. Niedziela w sektorze spożywczym jest dniem, który w wielu przypadkach nie generuje zysku.
- Deprecjacja USDPLN r/r w okresie lipiec-sierpień 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. Obecny poziom kursu USDPLN jest niższy o około 15% r/r. Utrzymanie kursu na podobnym poziomie powinno pozytywnie wpływać na rentowność spółek odzieżowych w 1H'18 (korzystne koszty zakupu kolekcji wiosna-lato)
- Osłabienie EURPLN r/r o 5% w 4Q'17 powinno wpłynąć na obniżenie wskaźników SG&A/mkw. r/r w spółkach odzieżowych (spadek kosztów czynszów).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AmRest (kupuj), CCC (kupuj), Eurocash (kupuj), Bytom (przeważaj), Monnari (przeważaj), Vistula (przeważaj).

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

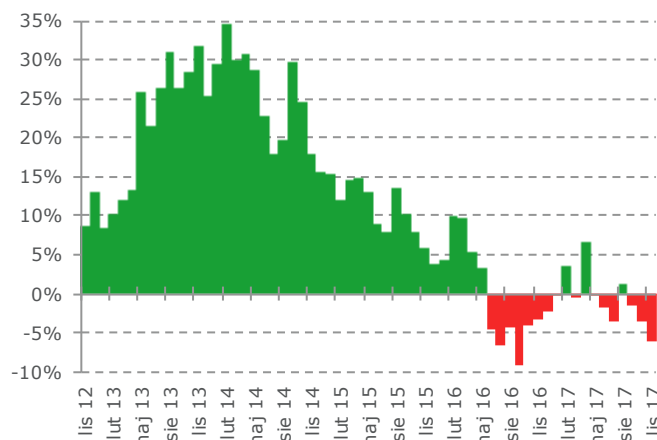
lis 16=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
gru 16	+5%	+0%	+2%	+0%	+4%	+0%	-1%	+0%	+2%	+0%	-3%	+0%	-1%	+0%	+28%	+0%
sty 17	+5%	+1%	+3%	-0%	+6%	+7%	-2%	+0%	+1%	-4%	-1%	-4%	+2%	+17%	+26%	+0%
lut 17	+7%	+2%	+5%	-0%	+15%	+13%	-2%	+0%	-3%	-4%	-2%	-4%	-6%	+17%	+27%	+0%
mar 17	+9%	+4%	+5%	+2%	+15%	+13%	-3%	+0%	-3%	-4%	-6%	-6%	-6%	+17%	+52%	+16%
kwi 17	+11%	+4%	+6%	+2%	+25%	+13%	-1%	+0%	-3%	-4%	-10%	-7%	+10%	+17%	+45%	+16%
maj 17	+13%	+4%	+5%	+2%	+29%	+13%	+1%	+0%	-4%	-4%	-10%	-7%	+9%	+17%	+49%	+16%
cze 17	+14%	+10%	+7%	+2%	+33%	+13%	+7%	+40%	-5%	-8%	-16%	-3%	+10%	+26%	+43%	+16%
lip 17	+17%	+10%	+9%	+3%	+42%	+13%	+9%	+42%	-6%	-8%	-2%	-5%	+8%	+26%	+37%	+16%
sie 17	+17%	+21%	+10%	+8%	+40%	+67%	+12%	+66%	-5%	-30%	-5%	+5%	+8%	+26%	+36%	-39%
wrz 17	+19%	+24%	+11%	+8%	+49%	+81%	+15%	+65%	-9%	-22%	-1%	+5%	+10%	+29%	+35%	-42%
paź 17	+21%	+23%	+11%	+8%	+54%	+81%	+25%	+65%	-5%	-22%	+1%	+5%	+14%	+29%	+34%	-42%
lis 17	+23%	+27%	+12%	+6%	+55%	+88%	+31%	+61%	-7%	-32%	+1%	+5%	+11%	+20%	+36%	+2%

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

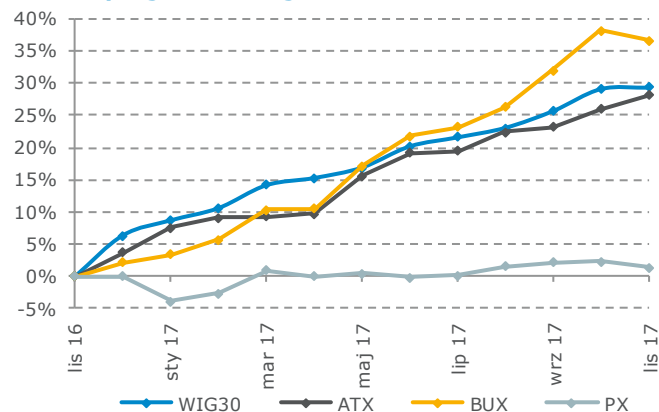
P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets oraz premia/dyskonto wskaźnika dla Polski wobec krajów EM



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

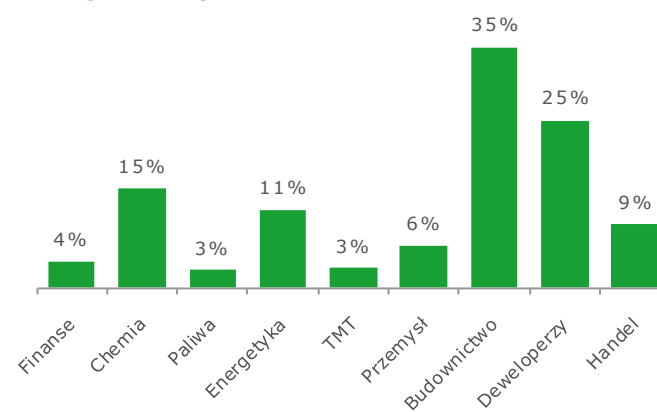


Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



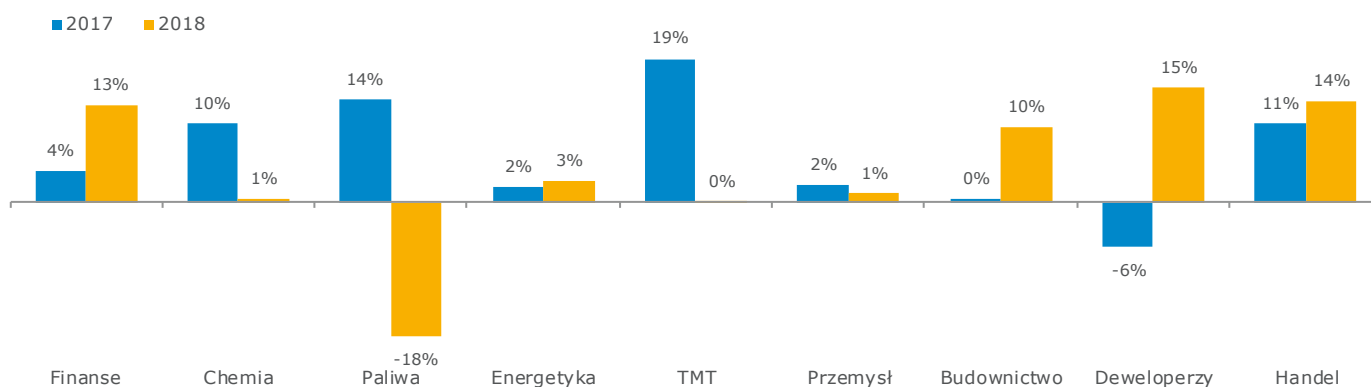
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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	3	1	83,26	+8,1%	-13%	+9%	+2%				13
BZ WBK	trzymaj	377,87	2	12	4	370,08	+2,1%	-0%	+1%	+9%				14
Getin Noble Bank	sprzedaj	1,27	0	2	7	1,24	+2,3%	-	+267%	+6%				6
Handlowy	akumuluj	85,00	4	5	2	75,86	+12,1%	+6%	+12%	-				10
ING BSK	sprzedaj	152,39	2	6	4	199,21	-23,5%	+2%	-0%	-				9
Millennium	sprzedaj	5,81	3	5	5	7,79	-25,4%	-6%	-1%	-				8
Pekao	akumuluj	145,42	12	9	3	138,79	+4,8%	+7%	+6%	+12%				16
PKO BP	sprzedaj	31,20	1	10	11	35,46	-12,0%	-3%	-3%	-				17
Komercni Banka	kupuj	1 111,0	6	10	1	1 021,6	+8,7%	+6%	+11%	+27%				11
Erste Bank	trzymaj	35,98	14	12	2	39,19	-8,2%	-2%	+4%	-				17
OTP Bank	akumuluj	10 901	10	4	3	10 802	+0,9%	-2%	-6%	-5%				15
PZU	akumuluj	51,83	5	4	2	48,18	+7,6%	-6%	+4%	+6%				7
GetBack	kupuj	33,38	5	1	0	29,96	+11,4%	+9%	+1%	-15%				7
Kruk	kupuj	340,17	6	3	1	338,65	+0,5%	+3%	+5%	+7%				9
Prime Car Management	kupuj	46,43	1	1	0	36,70	+26,5%	+3%	+4%	-1%				3
Skarbiec Holding	kupuj	46,28	2	0	0	34,17	+35,4%	+4%	+42%	+44%				2
Chemia														
Ciech	kupuj	79,54	4	4	3	69,75	+14,0%	-10%	+12%	-5%	-2%	+10%	+1%	8
Grupa Azoty	trzymaj	78,52	6	2	4	73,71	+6,5%	+2%	-5%	-19%	+1%	+0%	-6%	7
Polwax	kupuj	20,53	1	0	0	20,53	+0,0%	+4%	+9%	+10%	+3%	+6%	+12%	2
Synthos	trzymaj	4,73	2	2	5	4,89	-3,3%	-22%	-34%	-23%	-9%	-17%	-8%	5
Paliwa														
Lotos	sprzedaj	51,53	4	7	1	65,34	-21,1%	+20%	-33%	-39%	+9%	-15%	-14%	9
MOL	trzymaj	3 104,0	8	4	0	3 444,5	-9,9%	-1%	-31%	-35%	+0%	-15%	-12%	9
PGNiG	kupuj	7,73	5	3	2	7,30	+5,9%	+5%	+15%	+13%	+1%	+6%	+7%	7
PKN Orlen	sprzedaj	81,80	3	6	10	111,27	-26,5%	+11%	-43%	-49%	+9%	-27%	-27%	13
Energetyka														
CEZ	akumuluj	548,60	8	9	5	493,68	+11,1%	-1%	+29%	+39%	+2%	+10%	+11%	12
Enea	trzymaj	12,82	2	7	2	13,89	-7,7%	-5%	-13%	-25%	-0%	-1%	-7%	8
Energia	kupuj	14,81	5	6	1	13,84	+7,0%	+1%	-1%	+3%	-3%	-3%	-2%	9
PGE	akumuluj	13,20	5	7	4	13,55	-2,6%	+29%	+15%	+13%	+9%	+4%	-5%	11
Tauron	trzymaj	3,23	3	5	6	3,27	-1,3%	+7%	+6%	-15%	+1%	-2%	-5%	10
TMT														
Netia	trzymaj	4,00	0	6	3	3,82	+4,7%	+36%	+21%	+2%	+1%	-1%	-4%	8
Orange Polska	kupuj	7,10	6	6	7	5,65	+25,6%	-	+211%	+115%	+2%	+0%	+2%	15
Agora	kupuj	18,00	3	3	0	16,35	+10,1%	-2%	-38%	+2%	-6%	-9%	-5%	6
Cyfrowy Polsat	trzymaj	24,40	9	8	0	28,54	-14,5%	-2%	+0%	+6%	+0%	-0%	+0%	11
Wirtualna Polska	kupuj	53,00	4	1	0	54,17	-2,2%	-4%	-4%	-4%	-1%	+4%	+5%	3
Asseco Poland	trzymaj	44,00	2	7	2	52,80	-16,7%	-24%	-10%	-10%	+11%	+25%	+39%	6
Asseco BS	równoważ	-	2	3	0	31,85	-	-2%	-1%	-2%	-1%	-4%	-3%	4
Asseco SEE	przeważaj	-	4	0	0	15,15	-	+2%	+3%	+3%	+1%	-2%	-2%	5
Wasko	przeważaj	-	2	0	0	2,86	-	-28%	-12%	-14%	-14%	-8%	-10%	2
CD Projekt	sprzedaj	74,34	4	2	2	103,71	-28,3%	-9%	-67%	+21%	-11%	-71%	+8%	6
Comarch	kupuj	205,00	4	3	0	193,54	+5,9%	-3%	+9%	-2%	-2%	+5%	-3%	5
Przemysł														
Alumetal	równoważ	-	2	1	0	57,23	-	+1%	-4%	-	+0%	-3%	-	5
Amica	równoważ	-	1	1	1	150,00	-	+4%	+7%	-	-3%	+5%	-	5
Apator	równoważ	-	1	1	0	31,80	-	+1%	+12%	-	-0%	+6%	-	3
Elemental	równoważ	-	1	1	0	2,71	-	-4%	+19%	-	+4%	+6%	-	2
Famur	kupuj	6,84	3	1	1	7,42	-7,8%	+12%	-1%	-8%	+0%	-3%	-11%	3
Forte	niedoważaj	-	3	3	0	78,82	-	-14%	-12%	-	-2%	-7%	-	5
Kemel	akumuluj	57,20	7	2	0	68,36	-16,3%	-9%	-26%	+1%	-4%	-15%	+0%	6
Kęty	trzymaj	414,09	4	5	2	417,77	-0,9%	+2%	+9%	+5%	+4%	+9%	+5%	6
Pfleiderer Group	przeważaj	-	5	1	1	46,17	-	-18%	-5%	-	-5%	-5%	-	8
KGHM	redukuj	103,08	5	8	6	123,62	-16,6%	+26%	-38%	-20%	-3%	-29%	-18%	14
Budownictwo														
Budimex	kupuj	267,00	3	3	3	200,18	+33,4%	-4%	+6%	+13%	-0%	+6%	+15%	5
Elektrobudowa	kupuj	134,00	2	1	1	124,07	+8,0%	+0%	+5%	+2%	+3%	+4%	+3%	3
Erbud	kupuj	29,80	3	2	0	30,74	-3,1%	+8%	+10%	+13%	+13%	+11%	+14%	4
Unibep	kupuj	14,00	4	1	0	13,29	+5,4%	+3%	+17%	+15%	-1%	+12%	+15%	3
Torpol	równoważ	-	2	1	1	11,52	-	-	+9%	+47%	-2%	+1%	+21%	5
Trakcja	niedoważaj	-	5	2	2	11,99	-	-11%	-19%	-19%	+7%	+1%	+21%	5
Deweloperzy														
Atal	akumuluj	45,00	2	1	0	45,00	+0,0%	+1%	+3%	+4%	+2%	+3%	-	2
Capital Park	kupuj	8,09	2	1	0	7,80	+3,7%	-64%	+26%	+44%	-67%	+14%	+48%	2
Dom Development	kupuj	101,10	6	1	1	83,19	+21,5%	+6%	+7%	+7%	+5%	+5%	-1%	4
Echo	kupuj	6,42	3	1	1	5,34	+20,2%	+31%	+39%	+16%	+2%	+33%	+69%	3
GTC	trzymaj	9,59	9	2	1	9,58	+0,1%	+36%	-2%	-14%	+26%	-4%	-5%	5
Robyg	kupuj	4,25	5	1	1	3,76	+13,2%	+3%	-5%	+10%	+6%	-6%	+26%	3
LC Corp	kupuj	3,54	3	1	0	3,22	+9,9%	-4%	+3%	+12%	-9%	+20%	+47%	3
Polnord	niedoważaj	-	1	1	0	11,40	-	+147%	+7%	+5%	+41%	-6%	+1%	4
Ronson	niedoważaj	-	2	0	2	1,57	-	+8%	+6%	+33%	+3%	+1%	+58%	3
Handel														
AmRest	kupuj	422,00	6	3	1	386,33	+9,2%	-7%	+9%	+5%	-1%	+6%	+7%	7
CCC	kupuj	292,00	8	6	3	275,88	+5,8%	-2%	+6%	+20%	-2%	+2%	+13%	11
Eurocash	kupuj	38,30	10	8	3	37,43	+2,3%	-84%	-19%	-22%	-23%	-3%	-4%	11
Jeronimo Martins	trzymaj	17,10	8	14	7	16,35	+4,6%	-2%	-2%	-1%	-1%	-4%	-3%	21
LPP	trzymaj	8 200,0	1	6	12	6 866,5	+19,4%	+2%	+8%	+14%	+6%	-1%	+4%	14
Bytom	przeważaj	-	1	1	1	2,50	-	+9%	+10%	+13%	+10%	+13%	+11%	3
Gino Rossi	równoważ	-	2	1	1	1,90	-	-48%	-44%	-33%	-15%	-15%	-12%	4
Monnari	przeważaj	-	4	1	0	12,85	-	+6%	+4%	+8%	+6%	+3%	+5%	3
Vistula	przeważaj	-	4	0	1	3,56	-	+6%	+5%	+10%	+6%	+7%	+12%	5

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						+4,0%	14,4	12,4		
Alior Bank	kupuj	2017-03-16	71,97	90,00	72,05	+24,9%	22,9	10,8		
BZ WBK	trzymaj	2017-12-01	370,00	377,87	370,00	+2,1%	17,5	15,2		
Getin Noble Bank	sprzedaj	2017-11-03	1,61	1,27	1,51	-15,9%	-	20,9		
Handlowy	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	73,00	+16,4%	17,2	13,5		
ING BSK	sprzedaj	2017-12-01	203,00	152,39	203,00	-24,9%	18,1	16,0		
Millennium	sprzedaj	2017-05-08	7,06	5,81	8,21	-29,2%	15,7	13,8		
Pekao	akumuluj	2017-07-18	131,25	145,42	128,00	+13,6%	14,4	13,7		
PKO BP	sprzedaj	2017-12-01	42,30	31,20	42,30	-26,2%	18,0	15,9		
Komerční Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	899,00	+23,6%	11,9	11,5		
Erste Bank	trzymaj	2017-09-01	35,50	35,98 EUR	36,65	-1,8%	12,7	11,3		
OTP Bank	akumuluj	2017-12-01	10 055	10 901 HUF	10 055	+8,4%	10,7	11,0		
PZU	akumuluj	2017-09-01	48,50	51,83	44,44	+16,6%	14,2	11,8		
GetBack	kupuj	2017-11-30	23,00	33,38	23,30	+43,3%	8,0	6,3		
Kruk	kupuj	2017-10-02	293,45	340,17	282,00	+20,6%	15,1	13,1		
Prime Car Management	kupuj	2017-01-27	34,91	46,43	26,08	+78,0%	7,6	6,8		
Skarbiec Holding	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	25,01	+85,0%	6,3	5,5		
Chemia						+14,6%	11,1	11,0	6,0	6,0
Ciech	kupuj	2017-10-02	65,16	79,54	56,45	+40,9%	8,5	8,2	5,3	4,9
Grupa Azoty	trzymaj	2017-12-01	71,30	78,52	71,30	+10,1%	13,7	13,8	6,7	6,4
Polwax	kupuj	2017-09-01	13,54	20,53	10,31	+99,1%	5,2	5,0	4,0	5,5
Synthos	trzymaj	2017-11-30	4,76	4,73	4,75	-0,4%	15,1	18,4	9,8	11,1
Paliwa						+2,6%	7,4	12,5	4,6	5,6
Lotos	sprzedaj	2017-11-29	61,66	51,53	56,31	-8,5%	6,4	13,6	4,6	6,2
MOL	trzymaj	2017-11-29	3 121	3 104 HUF	3 050	+1,8%	7,5	11,3	4,4	5,0
PGNiG	kupuj	2017-12-01	6,03	7,73	6,03	+28,2%	9,7	8,4	4,7	4,0
PKN Orlen	sprzedaj	2017-11-29	121,60	81,80	110,80	-26,2%	7,2	17,4	4,6	8,3
Energetyka						+11,5%	5,5	6,3	4,7	4,3
CEZ	akumuluj	2017-12-01	490,70	548,60 CZK	490,70	+11,8%	14,4	14,9	7,6	7,1
Enea	trzymaj	2017-12-01	11,89	12,82	11,89	+7,8%	5,3	5,6	4,7	4,3
Energa	kupuj	2017-12-01	11,65	14,81	12,09	+22,5%	6,8	6,3	4,7	4,3
PGE	akumuluj	2017-12-01	11,93	13,20	11,93	+10,6%	5,5	6,5	4,0	4,3
Tauron	trzymaj	2017-12-01	3,10	3,23	3,10	+4,2%	3,9	4,6	4,3	4,9
Telekomunikacja, media, IT						+2,9%	24,3	18,1	7,5	7,1
Netia	trzymaj	2017-09-01	3,90	4,00	4,03	-0,7%	-	-	4,4	5,1
Orange Polska	kupuj	2017-06-30	5,15	7,10	5,45	+30,3%	93,1	42,6	4,6	4,7
Agora	kupuj	2017-11-23	15,20	18,00	16,20	+11,1%	69,9	102,2	6,7	7,0
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2017-11-03	24,58	24,40	24,93	-2,1%	15,1	12,9	7,5	7,1
Wirtualna Polska	kupuj	2017-11-03	43,00	53,00	44,25	+19,8%	24,0	18,1	11,1	9,1
Asseco Poland	trzymaj	2017-12-01	44,47	44,00	44,47	-1,1%	14,9	14,8		
CD Projekt	sprzedaj	2017-10-02	116,25	74,34	101,50	-26,8%	49,4	102,3	39,0	79,5
Comarch	kupuj	2017-11-27	178,30	205,00	179,90	+14,0%	24,3	17,9	10,5	8,1
Przemysł, metale						+6,2%	14,6	11,5	9,5	7,1
Famur	kupuj	2017-09-01	5,81	6,84	5,30	+29,1%	24,5	16,4	10,0	6,4
Kemel	akumuluj	2017-12-01	47,51	57,20	47,51	+20,4%	6,2	10,4	5,1	7,1
Kęty	trzymaj	2017-09-01	402,10	414,09	387,00	+7,0%	14,6	12,7	9,5	8,4
KGHM	redukuj	2017-11-23	114,25	103,08	106,80	-3,5%	7,2	10,5	5,3	6,0
Stelmet	kupuj	2017-09-01	22,20	28,94	18,55	+56,0%	21,2	11,5	11,9	7,3
Budownictwo						+35,2%	10,0	9,2	4,4	4,8
Budimex	kupuj	2017-07-24	229,50	267,00	201,15	+32,7%	11,3	11,7	4,5	5,1
Elektrobudowa	kupuj	2017-09-01	109,50	134,00	86,00	+55,8%	8,3	8,7	4,3	4,5
Erbud	kupuj	2017-11-03	24,70	29,80	22,04	+35,2%	10,6	9,6	3,8	4,2
Unibep	kupuj	2017-11-03	9,90	14,00	9,79	+43,0%	9,3	7,6	7,1	5,3
Deweloperzy						+24,6%	9,0	7,6	10,5	7,5
Atal	akumuluj	2017-09-01	40,40	45,00	40,50	+11,1%	8,6	8,2	7,5	7,5
Capital Park	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	5,80	+39,5%	41,4	7,6	117,9	13,6
Dom Development	kupuj	2017-09-01	82,25	101,10	74,00	+36,6%	9,5	7,9	7,6	6,3
Echo	kupuj	2017-10-02	5,19	6,42	4,62	+39,0%	6,2	6,3	11,3	6,7
GTC	trzymaj	2017-08-02	9,62	9,59	9,13	+5,0%	8,1	11,9	10,5	14,7
LC Corp	kupuj	2017-09-26	2,69	3,54	2,63	+34,6%	9,8	6,2	13,6	8,7
Robyg	kupuj	2017-09-01	3,40	4,25	3,16	+34,5%	9,0	6,4	6,8	5,6
Handel						+9,4%	34,5	22,6	14,2	10,3
AmRest	kupuj	2017-09-01	357,00	422,00	366,00	+15,3%	41,6	26,2	14,0	10,4
CCC	kupuj	2017-12-01	239,85	292,00	239,85	+21,7%	30,1	20,8	18,5	14,0
Eurocash	kupuj	2017-12-01	27,48	38,30	27,48	+39,4%	194,3	22,4	14,2	9,2
Jeronimo Martins	trzymaj	2017-12-01	16,50	17,10 EUR	16,50	+3,6%	25,4	22,8	11,2	10,2
LPP	trzymaj	2017-12-01	8 174	8 200	8 174	+0,3%	34,5	26,2	16,3	14,5
TXM	kupuj	2017-12-01	2,02	5,74	2,02	+184,2%	-	7,4	-	4,5
Inne						+12,7%	10,5	9,4	6,8	6,2
PBKM	akumuluj	2017-12-01	63,00	71,00	63,00	+12,7%	10,5	9,4	6,8	6,2

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 IT						18,2	13,2	7,6	6,7
Ailleron	równoważ	2017-11-28	18,73	16,70	-10,8%	24,0	19,1	11,7	9,3
Asseco BS	równoważ	2017-11-28	26,29	26,25	-0,2%	18,2	15,6	12,2	10,5
Asseco SEE	przeważaj	2017-11-28	11,45	11,45	+0,0%	10,6	10,1	4,9	4,5
Atende	przeważaj	2017-11-28	4,46	4,45	-0,2%	14,4	11,8	7,6	6,7
Wasko	przeważaj	2017-11-28	1,98	1,97	-0,5%	28,0	13,2	6,6	4,8
Spółki przemysłowe						12,3	11,2	8,1	6,7
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	51,73	+10,1%	12,7	10,9	9,6	8,3
Amica	równoważ	2016-06-16	186,00	130,75	-29,7%	6,9	8,1	6,4	5,6
Apator	równoważ	2017-07-31	31,29	28,50	-8,9%	15,6	12,7	9,2	7,9
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	9,60	-2,5%	11,9	11,4	8,1	7,7
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	2,40	-5,9%	10,8	7,9	7,8	6,4
Ergis	przeważaj	2016-09-28	5,75	5,38	-6,4%	8,1	7,2	5,5	4,9
Forte	niedoważaj	2017-08-31	74,02	59,60	-19,5%	17,7	15,2	13,6	11,5
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	70,02	+10,3%	27,0	21,8	13,8	11,7
Mangata	równoważ	2016-10-26	112,55	98,00	-12,9%	14,1	11,7	8,0	6,9
Pfleiderer Group	przeważaj	2017-11-08	36,65	35,50	-3,1%	21,3	15,8	6,0	5,6
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	2,95	-1,0%	11,4	5,3	8,6	4,8
Tarczyński	przeważaj	2017-11-20	11,00	10,50	-4,5%	0,4	0,5	0,1	0,1
Budownictwo						16,7	11,2	6,7	4,6
Elektrotim	przeważaj	2017-11-16	7,61	7,76	+2,0%	19,6	8,9	6,8	4,4
Herkules	równoważ	2017-10-24	3,60	3,40	-5,6%	13,8	11,7	6,6	6,0
Torpol	równoważ	2017-11-27	8,55	8,20	-4,1%	-	8,7	19,5	3,7
Trakcja	niedoważaj	2017-11-27	7,69	6,72	-12,6%	12,2	10,6	4,9	4,8
Ulma	równoważ	2017-11-27	73,90	70,00	-5,3%	21,6	14,3	4,4	4,2
ZUE	niedoważaj	2017-11-27	6,89	7,00	+1,6%	-	18,4	90,7	7,9
Deweloperzy						7,9	7,1	12,2	6,1
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	0,63	-13,7%	-	7,3	68,7	6,1
JWC	równoważ	2016-11-09	4,50	4,50	+0,0%	6,5	5,4	6,7	5,5
Lokum Deweloper	przeważaj	2017-09-14	16,30	16,66	+2,2%	7,3	5,3	6,7	4,9
PA Nova	równoważ	2017-11-27	24,00	23,82	-0,7%	7,5	7,1	12,2	10,4
Polnord	niedoważaj	2017-05-16	10,00	7,73	-22,7%	11,6	10,8	41,5	23,0
Ronson	niedoważaj	2017-03-06	1,80	1,40	-22,2%	15,0	14,7	17,6	16,5
Handel						14,4	12,3	9,2	7,4
Bytom	przeważaj	2017-11-28	2,50	2,50	+0,0%	13,7	11,4	9,1	7,4
Gino Rossi	równoważ	2017-11-28	1,29	1,17	-9,3%	27,0	17,3	9,2	7,3
Monnari	przeważaj	2017-11-28	8,21	8,57	+4,4%	13,6	10,9	7,1	5,8
Vistula	przeważaj	2017-11-28	3,88	3,93	+1,3%	15,1	13,2	9,6	8,5

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
Agora	kupuj	akumuluj	18,00	PLN	2017-11-23
Ailleron	równoważ	-	-	-	2017-11-28
Asseco BS	równoważ	-	-	-	2017-11-28
Asseco Poland	redukuj	trzymaj	44,80	PLN	2017-11-03
Asseco SEE	przeważaj	-	-	-	2017-11-28
Atende	przeważaj	-	-	-	2017-11-28
Boryszew	równoważ	niedoważaj	-	-	2017-11-30
Bytom	przeważaj	równoważ	-	-	2017-11-28
BZ WBK	akumuluj	akumuluj	377,87	PLN	2017-11-03
CEZ	akumuluj	kupuj	512,33	CZK	2017-11-03
Comarch	kupuj	akumuluj	205,00	PLN	2017-11-27
Cyfrowy Polsat	trzymaj	redukuj	24,40	PLN	2017-11-03
Elektrotim	przeważaj	niedoważaj	-	-	2017-11-16
Erbud	kupuj	kupuj	29,80	PLN	2017-11-03
GetBack	kupuj	-	33,38	PLN	2017-11-30
Getin Noble Bank	sprzedaj	trzymaj	1,27	PLN	2017-11-03
Gino Rossi	równoważ	przeważaj	-	-	2017-11-28
Jeronimo Martins	akumuluj	trzymaj	17,10	EUR	2017-11-03
Kernel	akumuluj	akumuluj	58,70	PLN	2017-11-03
KGHM	redukuj	trzymaj	103,08	PLN	2017-11-23
Lotos	sprzedaj	sprzedaj	51,53	PLN	2017-11-29
MOL	trzymaj	trzymaj	3104,00	HUF	2017-11-29
Monnari	przeważaj	przeważaj	-	-	2017-11-28
OTP Bank	trzymaj	akumuluj	10901,00	HUF	2017-11-03
PA Nova	równoważ	równoważ	-	-	2017-11-27
Pfleiderer Group	przeważaj	przeważaj	-	-	2017-11-08
PGNiG	kupuj	akumuluj	7,73	PLN	2017-11-03
PKN Orlen	sprzedaj	sprzedaj	81,80	PLN	2017-11-29
Pozbud	przeważaj	zawieszona	-	-	2017-11-13
Synthos	trzymaj	trzymaj	4,73	PLN	2017-11-30
Tarczyński	przeważaj	równoważ	-	-	2017-11-20
Torpol	równoważ	równoważ	-	-	2017-11-27
Trakcja	niedoważaj	niedoważaj	-	-	2017-11-27
TXM	kupuj	kupuj	5,77	PLN	2017-11-03
Ulma	równoważ	równoważ	-	-	2017-11-27
Unibep	kupuj	kupuj	14,00	PLN	2017-11-03
Vistula	przeważaj	przeważaj	-	-	2017-11-28
Wasko	przeważaj	-	-	-	2017-11-28
Wirtualna Polska	kupuj	akumuluj	53,00	PLN	2017-11-03
ZUE	niedoważaj	niedoważaj	-	-	2017-11-27

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Asseco Poland	trzymaj	redukuj	44,00 PLN	2017-12-01
BZ WBK	trzymaj	akumuluj	377,87 PLN	2017-12-01
CCC	kupuj	akumuluj	292,00 PLN	2017-12-01
CEZ	akumuluj	akumuluj	548,60 CZK	2017-12-01
Enea	trzymaj	trzymaj	12,82 PLN	2017-12-01
Energa	kupuj	akumuluj	14,81 PLN	2017-12-01
Eurocash	kupuj	kupuj	38,30 PLN	2017-12-01
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	78,52 PLN	2017-12-01
ING BSK	sprzedaj	redukuj	152,39 PLN	2017-12-01
Jeronimo Martins	trzymaj	akumuluj	17,10 EUR	2017-12-01
Kernel	akumuluj	akumuluj	57,20 PLN	2017-12-01
Komercni Banka	kupuj	akumuluj	1111,00 CZK	2017-12-01
LPP	trzymaj	trzymaj	8200,00 PLN	2017-12-01
OTP Bank	akumuluj	trzymaj	10901,00 HUF	2017-12-01
PBKM	akumuluj	akumuluj	71,00 PLN	2017-12-01
PGE	akumuluj	trzymaj	13,20 PLN	2017-12-01
PGNiG	kupuj	kupuj	7,73 PLN	2017-12-01
PKO BP	sprzedaj	redukuj	31,20 PLN	2017-12-01
Tauron	trzymaj	trzymaj	3,23 PLN	2017-12-01
TXM	kupuj	kupuj	5,74 PLN	2017-12-01

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	7	7,4%	7	14,0%
redukuj	1	1,1%	1	2,0%
niedoważaj	5	5,3%	2	4,0%
trzymaj	14	14,9%	7	14,0%
równoważ	16	17,0%	4	8,0%
akumuluj	9	9,6%	7	14,0%
kupuj	29	30,9%	20	40,0%
przeważaj	13	13,8%	2	4,0%

Kalendarium wydarzeń

Data	Wydarzenie
1 gru Amica	Spotkania ze spółką (Trigon, ul. Puławska 2, Warszawa) - wymagana rejestracja
1 gru Ferro	Konferencja wynikowa 3Q'17 (CC Group, ul. Marszałkowska 89, Warszawa)
4 gru 12:00 Famur	Telekonferencja z Zarządem
5 gru 11:00 Hollywood	Spotkanie z Inwestorami (Grand Kredens, Al. Jerozolimskie 111)
6 gru 10:30 Mercor	Konferencja wynikowa 3Q'17 (Hotel Westin, Jana Pawła II 21, Warszawa)
6 gru Libet	Konferencja wynikowa 3Q'17 (Inner Value, ul. Wilcza 46, Warszawa) - wymagana rejestracja
7 gru Trans Polonia	Konferencja wynikowa 3Q'17 (Inner Value, ul. Wilcza 46, Warszawa) - wymagana rejestracja

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w październiku o 12,3% r/r, bijąc na głowę oczekiwania rynku i naszą prognozę (odpowiednio, 9,9 i 10,2% r/r). Jest to najwyższy odczyt od sierpnia 2010 r. W istocie rzeczy, dynamika produkcji przemysłowej w ostatnim miesiącu okazała się być wyższa od prawie 1 pkt. proc. od najwyższej prognozy z ankiety „Parkietu”. Za przyspieszenie w stosunku do września odpowiada silny efekt dni roboczych (różnica dni pracujących wzrosła z -1 do +1 r/r), efekt niskiej bazy z poprzedniego roku, warty ok. 1-1,5 pkt. proc. oraz odzyskanie przez produkcję momentum po słabszym wrześniu. Po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych produkcja wzrosła o 1,7% m/m. Ze względu na układ baz (przełom 2016 i 2017 był okresem ostrego przyspieszenia w przemyśle) i dni roboczych, kolejne miesiące powinny przynieść pewne spowolnienie w ujęciu r/r. Tym niemniej, trend produkcji przemysłowej pozostaje obecnie bardzo stromy, cały 4. kwartał zapowiada się w przemyśle na nie gorszy od trzeciego. Produkcja budowlano-montażowa po raz kolejny rozczarowała, rosnąc tylko o 20,3% r/r (konsensus rynkowy ok. 23%, nasza prognoza 26,5% r/r) – niech wysoka dynamika Czytelników nie zwiedzie, bo jest to zasługą przede wszystkim potężnego efektu bazowego. W ujęciu miesięcznym i po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych zanotowano trzeci raz z rzędu delikatny spadek, o 1%. W ten sposób ostatni kwartał roku rozpoczyna się od jawnie słabego odczytu, a po skoku w lipcu, budownictwo nie wykazuje żadnego impetu. Takie zachowanie sektora można i należy interpretować jako wyraz utrzymującej się słabości inwestycji, którą w obecnych warunkach należy utożsamiać nie z ich spadkiem, a z brakiem dynamicznego przyspieszania, które powinno być charakterystyczne dla startu nowej perspektywy budżetowej UE. Na podstawie niepełnych danych możemy podejrzewać, że jest to konsekwencja opóźnień w inwestycjach publicznych (np. drogowych), a także (w mniejszej skali), wynik ograniczeń podaży, z którymi stykają się firmy budowlane. Co więcej, wciąż nie mamy żadnego dowodu na odbicie inwestycji w maszyny i urządzenia, pozostających poniżej szczytu z końcówki 2015 r. W takich warunkach osiągnięcie dwucyfrowej dynamiki inwestycji na dłużej niż jeden kwartał może okazać się niemożliwe.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna – na poziomie 8,0% r/r w październiku – okazała się niższa od naszej prognozy. Źródła zaskoczenia są zróżnicowane, jednak gros negatywnej niespodzianki tłumaczy niższa sprzedaż żywności oraz samochodów. Ex post nie jest to specjalnie zaskakujące – posiłkując się przeświadczeniem o istnieniu silnego, wzrostowego trendu skorygowaliśmy wskazania modeli, które okazały się w tym przypadku całkiem precyzyjne. Zaskoczenie nie jest tym samym katastroficznie duże, tj. na tyle duże, aby zmienić nasz pogląd dotyczący perspektyw dla spożycia indywidualnego w polskiej gospodarce. Z jednej strony, cały czas konsumpcję wspiera bardzo silny rynek pracy oraz wysoki optymizm konsumentów. Z drugiej i niejako dodatkowo, dłużej oddziałujące aspekty strukturalne (transformacja z gospodarki towarowej na usługową, która pozostaje funkcją ogólnej zamożności Polaków) powinny w tej fazie cyklu dodatkowo wspomniane tendencje cykliczne wzmacniać. Asem w rękawie jest niskie zlewarowanie konsumentów, szczególnie jeśli porównamy je do lat boomu 2006-2008. Działa ono jako bufor bezpieczeństwa, na wypadek gdyby konsumenci poczuili się realnie mniej zamożni w wyniku nieco wyższej inflacji lub gdyby z przyczyn podaży dynamika funduszu płac osłabła. W to pierwsze raczej nie wierzymy, króluje iluzja pieniądza i przeświadczenie o coraz większej sile przetargowej w kontakcie z pracodawcą; ergo – w mniemaniu coraz większej

liczby gospodarstw domowych wyższa cena jest pretekstem do negocjacji płacy. Wierzmy wciąż i w efekt zapadki na konsumpcji (przyswajanie do pewnego poziomu konsumpcji lub do pewnego poziomu poprawy konsumpcji), i w wygładzanie konsumpcji w czasie (tu przyda się niskie zlewarowanie wydatków konsumpcyjnych). Perspektywy konsumpcji są nadal świetne, mimo nieco słabszego odczytu sprzedaży. Dynamika cen producentów na poziomie 3,0% w ujęciu rocznym okazała się w październiku zgodna z naszymi oczekiwaniami i stanowi niewielką korektę poprzedniego odczytu. Korekta była przede wszystkim wynikiem zmniejszenia rocznej dynamiki cen przetwórstwa przemysłowego. W ujęciu bazowym natomiast ceny nieznacznie wzrosły. Czy jest to sygnał do zmiany siły cenowej przedsiębiorców z sektora przemysłowego? Wskaźniki koniunktury absolutnie na to nie wskazują. Póki my również nie jesteśmy przekonani, gdyż impuls wzrostowy idzie z cen surowców, a więc jest szok podnoszący wszystkie ceny, prawdopodobnie jeszcze bez zmian cen względnych. Nabierzemy większego przekonania, jeśli przy stabilizacji cen surowców i kursu walutowego nożyce pomiędzy tym drugim i cenami w ujęciu bazowym będą się rozszerzać. Będziemy uważnie to monitorować.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w październiku o 4,4% r/r, nieco poniżej konsensusu (4,5% r/r) i zgodnie z naszą prognozą. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie wzrosło o dokładnie 5 tys. etatów – nieco mniej niż w poprzednich latach i blisko wieloletniego sezonowego wzorca. Nasza prognoza zakładała nieznaczne, ale istotne z punktu widzenia rocznej dynamiki liczby zatrudnionych, efekty obniżenia wieku emerytalnego – z tego punktu widzenia dane te są spójne z publikowanym wcześniej, zaskakująco niskim szacunkiem stopy bezrobocia. Warto przy tym zauważyć, że do utrzymania dynamiki na poziomie 4,5% r/r zabrakło niewiele, bo mniej niż 1 tys. etatów. Ze wszystkich dostępnych źródeł informacji wiemy, że popyt na pracę nie jest obecnie problemem w polskiej gospodarce, a ograniczeniem dla zatrudniania jest niedostateczna podaż pracy, nawet pomimo uruchomienia takich rezerw siły roboczej, jak imigracja czy osoby starsze (po więcej szczegółów na temat rosnącej aktywności ekonomicznej starszych kohort odsyłamy do ostatniego Raportu o inflacji NBP i towarzyszącej mu prezentacji). W kolejnych miesiącach dynamika zatrudnienia powinna w takich warunkach systematycznie spadać. Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło aż o 7,4% r/r, bijąc na głowę konsensus prognoz (6,5% r/r) i naszą i tak optymistyczną prognozę (7,1% r/r). Przyczyny zaskoczenia i przyspieszenia w stosunku do wrześniowego 6,0% r/r to naszym zdaniem kombinacja silnego efektu kalendarzowego (różnica dni roboczych wzrosła z -1 do +1 r/r) podbijającego ruchomy składnik wynagrodzenia w przemyśle i budownictwie, oraz kontynuacji silnych trendów w sektorach usługowych. Warto zwrócić ponownie uwagę, na co wskazywaliśmy w jednym z naszych sierpniowych raportów, że najszybciej obecnie rosną wynagrodzenia pracowników najniższej wykwalifikowanych. Nie jest również wykluczone, że liczba sekcji notujących dwucyfrowe wzrosty wynagrodzeń (jeden z naszych ulubionych wskaźników presji płacowej) wzrosła w październiku. Konsekwencja mocnego wzrostu płac to oczywiście wyższa dynamika funduszu płac – w ujęciu nominalnym przyspieszył on z 10,8 do 12,2% r/r, w cenach stałych zaś – z 8,6% do 10% r/r. W 2017 r. dynamika płac wrzuciła kolejny bieg i obecnie skala tego przyspieszenia niemal całkowicie wyrównuje straty, jakie płace realne i realny fundusz płac poniosły w wyniku wzrostu inflacji na przełomie 2016 i 2017 r. Oczekiwania jakiegokolwiek istotnego spowolnienia konsumpcji prywatnej są w tych warunkach naszym zdaniem całkowicie nietrafione.

Inflacja

Inflacja w październiku obniżyła się do 2,1% r/r, zgodnie z konsensusem rynkowym. My obstawialiśmy nieco głębszy spadek (2,0%), bazując prognozę na nieco wyższych od sezonowego wzorca cenach żywności (+0,8%), stabilizacji cen paliw oraz korekcie (w dół) niektórych kategorii bazowych, które wygenerowały niespodzianki in plus w poprzednim miesiącu. Różnica pomiędzy prognozą i odczytem nie jest duża, a więc możliwa jest kumulacja mikro-niespodzianek w wielu kategoriach. Obstawialibyśmy jednak wyższe ceny żywności jako przyczynę, stąd też szacunek inflacji bazowej pozostawiamy bez zmian (0,8% r/r). W poprzednim miesiącu pisaliśmy, że wrzesień wyznaczy lokalną górkę inflacji i w tym kontekście odczyt październikowy teżę tę potwierdza. Według naszych szacunków w okolicie 2,2-2,3 (i powyżej) wrócimy na trwale dopiero w drugiej połowie 2018 roku. Implikuje to, że przynajmniej część oczekiwań na zacieśnienie polityki pieniężnej powinna się z biegiem czasu skorygować. Wciąż trudno zgodzić się nam z tezą, że ostatnio bardziej jastrzębi członkowie RPP wskazują na coś więcej niż tylko pewien margines poglądów w RPP. Konsensus jest nadal gołębi.

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. Z jednej strony, Alior Bank niedawno przedstawił ambitną strategię, która zakładała osiągnięcie ROE na poziomie 14% już w 2019 roku. Jednocześnie Zarząd wyraził nadzieję, że dzięki dodatkowym projektom ROE na poziomie 16% może też być osiągalne. Z drugiej strony Pekao ogłosiło powołanie grupy roboczej analizującej ewentualne połączenie obu banków. Uważamy, że połączenie obu banków polegające na wymianie akcji będzie musiało być dobrze uzasadnione ze względu na wymaganą liczbę głosów na WZA. Razem z PFR, sceptycznie odnosimy się do pomysłu fuzji, który naszym zdaniem mógłby trwać latami przy niskich synergiiach kosztowych. Niemniej jednak, ze względu na strukturę ewentualnej transakcji akcjonariusze Alior Banku powinni być beneficjentami.

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

72,05 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

90,00 PLN

+24,9%

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

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	+5,2%	+8,1%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	+33,0%	+12,3%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M		12,7 mln PLN
MC (mln PLN)	9 313,0	Średni obrót 6M		20,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,1	-14,4%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	14,1	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	16,8	11,8	22,9	10,8	9,3
P/BV	1,5	1,5	1,4	1,2	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 trzymaj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po wzroście kursu akcji obniżamy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj. Podtrzymujemy nasze założenie, że bank ma niskie szanse na zaskoczenie konsensusu w 2017 i 2018 roku ze względu na utrzymujące się wysokie saldo rezerw. Uważamy także, że rentowność banku będzie nadal pod wpływem wysokich wymogów kapitałowych. Wymogi dywidendowe KNF powodują według nas, że bank nie będzie mógł wypłacić dywidendy z zysku za 2017 rok. Przy założeniu podtrzymaniu bieżących wymogów kapitałowych BZ WBK będzie mógł wypłacić dywidendę przez 20% redukcji ekspozycji na kredyty w CHF lub poprzez znaczący wzrost kredytów ogółem. Uważamy, że wycena na poziomie 2018P P/BV 1,6x jest już adekwatna biorąc pod uwagę najwyższe w polskim sektorze ROE. Finalnie uważamy, że rynek nie uwzględni wprowadzenia ewentualnej ustawy CHF, która pochłonięłaby około 0,7 mld PLN zysku w przeciągu najbliższych 3 lat (ROE nadal na poziomie >10%).

Cena bieżąca

370,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

377,87 PLN

+2,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	377,87 PLN	2017-12-01
poprzednia	akumuluj	377,87 PLN	2017-11-03
Podstawowe dane			
Ticker	BZW PW	Zmiana 1M	+5,9% +8,8%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	+19,1% -1,5%
Liczba akcji (mln)	104,6	Średni obrót 1M	23,1 mln PLN
MC (mln PLN)	38 708,8	Średni obrót 6M	16,7 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,7 -2,4%
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	5 264	5 728	6 461
WNDB	7 540	7 606	7 728	8 292	9 127
Koszty	-3 579	-3 368	-3 307	-3 372	-3 454
Saldo rezerw	-811	-785	-706	-707	-739
Zysk netto	2 327	2 167	2 216	2 540	3 056
P/E	15,7	17,9	17,5	15,2	12,7
P/BV	2,0	2,0	1,8	1,6	1,4
ROE	13,0%	11,1%	10,6%	10,9%	11,8%
DPS	0,00	21,33	5,40	0,00	12,80
DYield	0,0%	5,8%	1,5%	0,0%	3,5%
Zmiana prognoz					
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	4 309	4 770	5 264	5 728	6 461
Wynik prowizyjny	1 938	1 915	2 006	2 087	2 169
Wynik handlowy	1 129	780	324	340	357
Pozostałe przychody netto	164	141	134	136	139
Wynik pozaodsetkowy	3 231	2 836	2 464	2 564	2 666
WNDB	7 540	7 606	7 728	8 292	9 127
Koszty operacyjne	3 579	3 368	3 307	3 372	3 454
Zysk operacyjny	3 961	4 238	4 421	4 919	5 673
Saldo rezerw	811	785	706	707	739
Udział w jednostkach zal.	28	55	53	53	53
Wynik brutto	3 178	3 509	3 767	4 265	4 987
Podatek	644	738	791	896	1 047
Zyski mniejszościowych	-207	-217	-305	-331	-354
Podatek bankowy	0	-387	-455	-498	-530
Zysk netto	2 327	2 167	2 216	2 540	3 056

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2017-19)	1 290	3%
Korekta o PV	1 336	3%
Etap II (2020-34)	27 323	62%
Etap III (2035-54)	10 400	24%
Wartość rezidualna	3 646	8%
Wartość godziwa	43 996	100%
Liczba akcji (mln)	105	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	420,54	
Cena docelowa za 9M (PLN)	447,35	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	18 503	43%
Etap I (2017-19)	3 601	8%
Korekta o PV	2 790	7%
Etap II (2020-34)	13 377	31%
Etap III (2035-54)	4 331	10%
Wartość godziwa	42 601	100%
Liczba akcji (mln)	105	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	407,21	
Cena docelowa za 9M (PLN)	433,17	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	43 996
Zyski ekonomiczne	50%	42 601
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		413,87
Podatek bankowy		-58,65
Wartość godziwa na akcję		355,22
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		377,87

Getin Noble Bank sprzedaj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację sprzedaj. Nasza wycena zawiera wznowienie podatku bankowego po wyjściu z programu naprawczego, ale nie zawiera wpływu 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) bank zanotował stratę na poziomie 75,1 mln PLN. Przy rosnących wagach ryzyka oraz rosnących wymaganych minimalnych wskaźnikach wypłacalności GNB naszym zdaniem będzie potrzebował podnieść kapitał o około 250 mln PLN (50 mln PLN będzie zarejestrowane w 3Q'17), aby spełniać minimalne wymogi kapitałowe. Uważamy, że rentowność banku przez długi okres może pozostać na bardzo niskim poziomie ze względu na wznowienie podatku bankowego po wyjściu z programu naprawczego czy obciążeniem banku składką na dobrowolne przewalutowanie (653 mln PLN w przeciągu pierwszych 3 lat). Nasze prognozy na lata 2018-19 znajdują się poniżej konsensusu.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 196	1 317	1 330	1 416	1 526
Wynik prowizyjny	327	126	173	187	201
Wynik handlowy	209	177	162	75	80
Pozostałe przychody netto	-70	-83	-121	-112	-104
Wynik pozaodsetkowy	466	221	215	149	177
WNDB	1 662	1 537	1 544	1 565	1 703
Koszty operacyjne	1 193	859	906	821	813
Zysk operacyjny	469	678	638	744	889
Saldo rezerw	430	660	763	658	586
Udział w jednostkach 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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Cena bieżąca

1,51 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

1,27 PLN

-15,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	1,27 PLN	2017-11-03

Podstawowe dane	GNB PW	vs. WIG
Ticker	GNB PW	Zmiana 1M +4,1% +7,0%
ISIN	PLGETBK00012	Zmiana YTD +14,4% -6,3%
Liczba akcji (mln)	883,4	Średni obrót 1M 3,7 mln PLN
MC (mln PLN)	1 333,9	Średni obrót 6M 2,9 mln PLN
		P/E 12M fwd 25,2 +101,3%
Free float	49,8%	P/E 5Y avg 12,5 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	90,6	-	-	20,9	6,0
P/BV	0,3	0,3	0,3	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%	

Bilans

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

Wskaźniki

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

Handlowy akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj dla Banku Handlowego. Wyniki za 3Q'17 znalazły się powyżej oczekiwań rynku oraz naszej prognozy. Nasze prognozy na cały rok znajdują się nadal powyżej średnich oczekiwań rynkowych ale uważamy, że bank nadal ma szansę ponownie pozytywnie zaskoczyć rynek w finalnym kwartale roku szczególnie po stronie wyniku handlowego. Ponadto oczekujemy, że Bank Handlowy wyróżni się na tle spółek porównywalnych dywidendą, którą szacujemy na 4,24 PLN na akcję w 2018 roku. W momencie podniesienia wag ryzyka dla banków z ekspozycją na CHF, buforów 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.

Cena bieżąca

73,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

85,00 PLN

+16,4%

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

Podstawowe dane		BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	+5,6% +8,5%
ISIN	PLBH000000012	Zmiana YTD	+1,6% -19,1%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	4,1 mln PLN
MC (mln PLN)	9 538,2	Średni obrót 6M	3,6 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	15,2	15,9	17,2	13,5
P/BV	1,4	1,4	1,4	1,3
ROE	8,8%	8,8%	8,1%	10,1%
DPS	7,43	4,68	4,60	4,24
DYield	10,2%	6,4%	6,3%	5,8%
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	1 164	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

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%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	11 916
Zyski ekonomiczne	50%	10 985
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		11 450
		87,64
Podatek bankowy		-7,73
Wartość godziwa na akcję		79,90
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		85,00

ING BSK sprzedaj (obniżona)

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

Obniżamy naszą rekomendację redukuj dla ING BSK do sprzedaj. Uważamy, że wyniki za 9M'17 nie stwarzają przesłanek do podwyżek konsensusu, a wręcz są lekko poniżej prognozy rynku na 2017 rok (zakładając powtórzenie wyników 3Q w 4Q). Szacujemy, że bank obecnie kwalifikuje się do wypłaty do 75% zysku netto w formie dywidendy, chociaż jednocześnie zakładamy, że ze względu na intensywny rozwój organiczny Zarząd zarekomenduje wypłatę jedynie 25% zysku netto. 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 większości banków w Polsce. Ponadto oczekujemy niższej wrażliwości spółki na ruchy stóp procentowych, co było jej niewątpliwym atutem w cyklu obniżek.

Cena bieżąca	203,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	152,39 PLN	-24,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	sprzedaj	152,39 PLN	2017-12-01
poprzednia	redukuj	152,39 PLN	2017-04-05
Podstawowe dane			
			ING PW vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	-0,7% +2,1%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	+25,8% +5,1%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	4,0 mln PLN
MC (mln PLN)	26 410,3	Średni obrót 6M	3,8 mln PLN
		P/E 12M fwd	16,2 +3,3%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,7 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	23,4	21,1	18,1	16,0
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 rezidualna	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. Uważamy, że rynek nadal nie uwzględnia potencjalnych negatywnych zdarzeń związanych z ekspozycją na kredyty CHF, takich jak ustawa o wsparciu kredytobiorców hipotecznych. Ponadto uważamy, że wyniki po 9M'17 nie usprawiedliwiają premii do wartości księgowej banku z jaką jest on obecnie notowany (ROE równe CoE). Uważamy, 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. Gromadzona nadwyżka kapitałowa może zostać skonsumowana przez ewentualną ustawę CHF, która zmusi banki do dobrowolnego przewalutowania kredytów CHF. Jednocześnie negatywnie odbieramy wzrastające wymogi kapitałowe dla banku. W ostatnich dniach regulator podniósł tzw. bufor kapitałowy z 3,09 p.p. do 5,53 p.p.. W rezultacie powyższej decyzji, bank powinien utrzymywać minimalny łączny współczynnik kapitałowy (TCR) równy 18,655% a Tier1 15,275%. Podwyższenie bufora CHF odbieramy negatywnie ponieważ ogranicza on wykorzystanie kapitałów nadwyżkowych, np. na akwizycję.

Cena bieżąca

8,21 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,81 PLN

-29,2%

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

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	+17,1%	+20,0%
ISIN	PLBIG00000016	Zmiana YTD	+58,2%	+37,5%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	10,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 959,7	Średni obrót 6M	7,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,0	+4,9%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	13,3	premia

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	18,2	14,2	15,7	13,8
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,1
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 rezydualna	950	10%
Wartość godziwa	9 104	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	7,50	
Cena docelowa za 9M (PLN)	7,98	

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	9 104
Zyski ekonomiczne	50%	7 981
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		8 543
Podatek bankowy		7,04
Wartość godziwa na akcję		-1,58
Koszt kapitału 9M		5,46
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 pozytywną rekomendację akumuluj dla Banku Pekao. Uważamy, że negatywne nastawienie PFR oraz neutralne PZU do ewentualnej fuzji pomiędzy Pekao oraz Alior Bankiem były głównym powodem poprawy sentymentu do spółki. Ewentualna fuzja miałaby się odbyć poprzez wymianę akcji, a co za tym idzie musiałaby być dobrze usprawiedliwiona na NWZA. Jednocześnie oczekujemy, że Bank Pekao spełni wymagania regulatora odnośnie wskaźników wypłacalności potrzebnych do wypłaty 100% zysku netto w formie dywidendy, co powinno przełożyć się na wskaźnik DYield na poziomie 5,8%. Finałnie uważamy, że obecna wycena Pekao przedstawia się atrakcyjnie. Na wskaźniku 2018 P/E Bank Pekao notowany jest z 13% dyskontem do PKO BP oraz z 5% dyskontem do średniej rynkowej. Taka wycena nie jest usprawiedliwiona ze względu na ponadprzeciętną dochodowość banku, dywidendę oraz kapitały nadwyżkowe.

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Cena bieżąca 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 0,0% +2,9%
ISIN	PLPEKAO000016	Zmiana YTD +9,3% -11,4%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M 95,9 mln PLN
MC (mln PLN)	33 596,2	Średni obrót 6M 93,5 mln PLN
		P/E 12M fwd 14,4 -10,7%
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%	

Bilans

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

Wskaźniki

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

Podsumowanie wyceny

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

PKO BP sprzedaj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Obniżamy naszą rekomendację redukuj do sprzedaj. Wyniki za 3Q'17 jak i wymogi KNF odnośnie dywidendy pozwalające PKO BP na wypłatę 25% zysku netto lekko pozytywnie zaskoczyły rynek. Uważamy, że dobre wyniki banku w 2017 oraz generalnie dobra perspektywa dla gospodarki oraz podwyżki stóp procentowych w 2019 roku są już wycenione przez rynek. Obecnie PKO BP na 12M forward P/BV notowany jest z zaledwie 9% dyskontem do wycen sprzed wprowadzenia podatku bankowego, „uwolnienia” CHF przez Centralny Bank Szwajcarii oraz ostatnich obniżek stóp procentowych (-50 p.b. w 2015 roku). Jednocześnie prognozowane ROE na kolejne 12 miesięcy na poziomie 9% jest niższe o 3 p.p. od tego z 2015 roku, zaś DY o 2,5 p.p. Dodatkowo twierdzimy, że obecna wycena rynkowa nie uwzględnia żadnego rozwiązania ustawowego CHF. 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%).

Cena bieżąca

42,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

31,20 PLN

-26,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	sprzedaj	31,20 PLN	2017-12-01	
poprzednia	redukuj	31,20 PLN	2017-03-01	
Podstawowe dane			PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+19,7%	+22,6%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	+50,3%	+29,7%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	92,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	52 875,0	Średni obrót 6M	65,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	15,6	+19,5%
Free float	68,6%	P/E 5Y avg	13,0	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	20,3	18,4	18,0	15,9
P/BV	1,7	1,6	1,4	1,3
ROE	9,0%	9,1%	8,5%	8,5%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz				
		2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	7 523	7 029	7 755	8 516	9 453
Wynik prowizyjny	2 934	2 851	2 693	2 808	2 872
Wynik handlowy	468	508	1 024	635	632
Pozostałe przychody netto	571	575	649	698	712
Wynik pozaodsetkowy	3 972	3 933	4 366	4 141	4 216
WNDB	11 495	10 962	12 121	12 657	13 668
Koszty operacyjne	5 593	6 333	5 920	6 053	6 148
Zysk operacyjny	5 901	4 629	6 200	6 604	7 520
Saldo rezerw	1 899	1 476	1 623	1 893	2 025
Udział w 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 rezidualna	5 633	11%
Wartość godziwa	50 402	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	40,32	
Cena docelowa za 9M (PLN)	42,89	

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Komercni Banka kupuj (podwyższona)

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

Podwyższamy naszą rekomendację do kupuj jednocześnie pozostawiając bez zmian cenę docelową na poziomie 1 111 CZK na akcję. 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%), DYield (ponad 4% wobec 2%) oraz brak ryzyka systemowego. Obecna wycena rynkowa stwarza okazję inwestycyjną.

Cena bieżąca 899,00 CZK **potencjał zmiany**
Cena docelowa 1 111,00 CZK **+23,6%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	1 111,00 CZK	2017-12-01
poprzednia	akumuluj	1 111,00 CZK	2017-09-01
Podstawowe dane		KOMB CP	vs. WIG
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	-6,4% -3,5%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+6,4% -14,3%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	98,9 mln CZK
MC (mld CZK)	169,8	Średni obrót 6M	95,9 mln CZK
		P/E 12M fwd	13,1 -5,4%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	13,8 dyskonto

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	13,3	12,4	11,9	11,5	9,8
P/BV	1,7	1,7	1,6	1,5	1,3
ROE	12,2%	13,4%	13,5%	13,0%	14,2%
DPS	62,00	62,00	40,00	42,00	43,00
DYield	6,9%	6,9%	4,4%	4,7%	4,8%
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 obecnymi 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. Nasza prognoza na 3Q'17 może wskazywać, że Zarząd podniesie prognozę ROTE na rok obecny, co naszym zdaniem w części zostało już ujęte przez wycenę rynkową. 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, co powinno pozwolić na wzrost wyniku odsetkowego. Uważamy, że dobre perspektywy wyników w 2017 są obecnie w pełni wycenione przez rynek.

Cena bieżąca

36,65 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

35,98 EUR

-1,8%

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

Podstawowe dane		EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	+0,3% +3,2%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+36,6% +16,0%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	22,6 mln EUR
MC (mln EUR)	15 752,2	Średni obrót 6M	20,5 mln EUR
		P/E 12M fwd	11,9 +4,4%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	11,4 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	16,3	12,5	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%	2,5%
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 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

Ze względu na ostatnią przecenę walorów podwyższamy naszą rekomendację trzymaj do akumuluj dla OTP Bank jednocześnie pozostawiając bez zmian cenę docelową do 10 901 HUF/akcję. Nasze wyższe od konsensusu prognozy są 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). Uważamy, że pozytywny sentyment do OTP Banku powinien powrócić ze względu na mocne wyniki w 3Q'17.

Cena bieżąca	10 055,00 HUF	potencjał zmiany
Cena docelowa	10 901,00 HUF	+8,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	10 901,00 HUF	2017-12-01	
poprzednia	trzymaj	10 901,00 HUF	2017-11-03	
Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	+1,6%	+4,5%
ISIN	HU00000061726	Zmiana YTD	+22,5%	+1,9%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	5,4 mld HUF	
MC (mld HUF)	2 685,0	Średni obrót 6M	4,6 mld HUF	
		P/E 12M fwd	10,8	+10,4%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	9,8	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	42,2	13,3	10,7	11,0	10,3
P/BV	2,2	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 od początku roku 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. Jednocześnie oczekujemy, że ewentualne połączenie Banku Pekao oraz Alior Banku będzie miało neutralny wpływ na ubezpieczyciela.

Cena bieżąca	44,44 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	51,83 PLN	+16,6%

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

Podstawowe dane			PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-3,4%	-0,5%
ISIN	PLPZU00000011	Zmiana YTD	+39,7%	+19,1%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	55,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	38 375,0	Średni obrót 6M	70,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,3	-3,8%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	12,7	dyskonto

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	16,4	19,7	14,2	11,8	10,9
P/BV	3,0	2,9	2,0	1,9	1,8
ROE	18,0%	15,0%	16,9%	16,7%	17,1%
DPS	3,00	2,08	1,40	2,50	3,02
DYield	6,8%	4,7%	3,2%	5,6%	6,8%
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

GetBack kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla GetBack. GetBack w okresie zaledwie 5 lat stał się drugim największym polskim graczem na rynku windykacyjnym pod względem wartości nominalnej zarządzanych portfeli wierzytelności oraz wysokości odzysków z portfeli wierzytelności. Dynamiczny wzrost Spółki został z jednej strony oparty na znaczących zakupach portfeli wierzytelności (1,8 mld PLN nakładów w latach 2015-16), a z drugiej na efektywnym wieloetapowym procesie windykacji. Przewagą grupy GetBack jest elastyczne podejście do rynku zakupów, dzięki wsparciu funduszy własnych przez fundusze zewnętrzne współtworzone przez TFI oraz podmioty globalne. Uważamy, że rosnące możliwości zakupowe GetBack spowodują ekspansję grupy na nowe rynki oraz w znaczący sposób zwiększą inwestycje na rynku rumuńskim. Na Fair 2018 EV/Cash EBITDA GetBack notowany jest z 10% dyskontem do Kruka. Ponadto na 2018P P/E oraz P/BV GetBack notowany jest z odpowiednio 52% i 41% dyskontem do Kruka oraz odpowiednio 43% i 12% dyskontem do grupy porównawczej co naszym zdaniem stwarza okazję inwestycyjną. Nasze prognozy zysku netto są obecnie zgodne z rynkiem na 2018 rok, ale 17% poniżej na 2019. Uważamy, że główna różnica może leżeć po stronie kosztów, a w szczególności kosztów finansowania.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	220	416	771	1 170	1 511
fundusze własne	122	334	647	1 019	1 316
fundusze zewnętrzne	79	87	87	128	174
pozostałe	18	-5	37	24	20
Koszty ogólne	-94	-176	-363	-492	-641
EBITDA	126	241	408	678	869
Amortyzacja	-3	-6	-24	-31	-35
EBIT	123	235	384	647	834
Przychody/koszty fin.	-13	-63	-81	-110	-148
Zysk brutto	110	191	218	388	453
Podatek dochodowy	10	9	44	-17	-41
Zysk mniejszościowych	0	0	0	0	0
Zysk netto	120	200	261	370	412
Nakłady na nowe portfele	921	912	2 100	2 100	1 900
Splaty	-136	-335	-761	-1 199	-1 584

Wycena DDM oraz EVA

(mln PLN)	DDM	EVA
Początkowe TNAV		386
Etap I (2017-26)	1 184	1 975
Etap II (2027-46)	1 306	499
PV TV	276	
Wartość godziwa na 12/2017	2 766	2 860
Korekta o wartość pieniądza w czasie	236	232
Obecna wartość firmy	3 002	3 092
Liczba akcji (mln)	100,0	100,0
Koszt kapitału	8,5%	8,5%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	30,02	30,92
Cena docelowa za 9M (PLN)	31,94	32,90

Podsumowanie DCF

	(mln PLN)
Suma FCF	274
Wartość rezydualna (TV)	8 362
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	3 308
Wartość firmy (EV)	3 583
Dług netto	796
Podwyższenie kapitału	370
Wartość firmy na 01/2017	3 157
Korekta o wartość pieniądza w czasie	257
Obecna wartość godziwa	3 413
Ilość akcji (mln)	100,0
Wartość firmy na akcję (PLN)	34,13

Cena bieżąca 23,30 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 33,38 PLN **+43,3%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	33,38 PLN	2017-11-30

Podstawowe dane			GBK PW	vs. WIG
Ticker	GBK PW	Zmiana 1M	-9,5%	-6,6%
ISIN	PLGTBCK00297	Zmiana YTD	+25,9%	+5,3%
Liczba akcji (mln)	100,0	Średni obrót 1M		3,9 mln PLN
MC (mln PLN)	2 330,0	Średni obrót 6M		2,5 mln PLN
EV (mln PLN)	2 430,1	EV/EBITDA 12M fwd	7,7	-5,9%
Free float	39,9%	EV/EBITDA 5Y avg	8,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	220	416	771	1 170	1 511
z zakupu wierzyt.	122	334	647	1 019	1 316
z funduszy zew.	79	87	87	128	174
Koszty operacyjne	-94	-176	-363	-492	-641
Zysk netto	120	200	261	370	412
P/E	15,5	9,3	8,0	6,3	5,7
P/BV	10,0	4,8	2,3	1,7	1,3
ROE	95,6%	70,0%	37,2%	30,8%	25,9%
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	
Nabyte pakiety wierzytelności		0,0%	0,0%	0,0%	
Usługi windykacyjne		0,0%	0,0%	0,0%	
Pozostałe produkty		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty ogólne		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Środki pieniężne	51	70	64	87	112
Zakupione wierzytel.	422	1 020	1 945	2 807	3 687
Pozostałe aktywa	182	541	1 273	1 566	1 893
Aktywa razem	655	1 631	3 283	4 461	5 692
Kredyty i pożyczki	254	866	1 727	2 586	3 402
Pozostałe zobowiązania	216	379	539	488	491
Kapitały własne	186	386	1 017	1 387	1 799

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Dług netto / KW	1,1	2,1	1,6	1,8	1,8
Dług netto / EBITDA	1,6	3,3	4,1	3,7	3,8
Marża EBITDA	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6
Marża EBIT	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6
EV / Cash EBITDA	25,98	15,09	8,85	6,33	5,42

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	3 002
Zyski ekonomiczne	33%	3 092
DCF	33%	3 413

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	30,02
Zyski ekonomiczne	33%	30,92
DCF	33%	34,13
Średnia wartość godziwa		31,69
Koszt kapitału 9M		8,5%
Cena docelowa za 9M (PLN)		33,38

Kruk kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

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. 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. Uważamy, że Kruk powinien pozostać pośrednim beneficjentem ostatnich programów rządowych, takich jak podatek bankowy, IFRS9 czy Rodzina 500+, ze względu na rosnącą podaż wierzytelności ze strony polskiego sektora bankowego oraz poprawiającą się zdolność polskich gospodarstw domowych do regulowania długów. Uważamy, że dalsza ekspansja na nowe rynki jak i niskie zadłużenie Kruka powinny być gwarantem dalszego dynamicznego rozwoju spółki. Zwrot z kapitałów powyżej 17% przez kolejne 10 lat oraz dwucyfrowa dynamika zysku netto przez najbliższe 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 282,00 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 340,17 PLN **+20,6%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	340,17 PLN	2017-10-02

Podstawowe dane	KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M -3,9% -1,0%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD +20,0% -0,6%
Liczba akcji (mln)	18,7	Średni obrót 1M 10,7 mln PLN
MC (mln PLN)	5 285,9	Średni obrót 6M 17,2 mln PLN
EV (mln PLN)	-	EV/EBITDA 12M fwd 12,3 -1,7%
Free float	87,0%	EV/EBITDA 5Y avg 12,5 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	611	783	1 104	1 351	1 651
z zakupu wierzyt.	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	23,6	20,9	15,1	13,1	11,3
P/BV	6,3	4,0	3,4	2,8	2,3
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%	1,3%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
Nabyte pakiety wierzytelności		0,0%	0,0%	0,0%	
Usługi windykacyjne		0,0%	0,0%	0,0%	
Pozostałe produkty		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty ogólne		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

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

micchal.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. Ostatni gorszy sentyment rynku do watorów PCM wynika z kwartalnego spadku wyników PCM w 3Q'17. Wyniki za 3Q'17 mogą spowodować, że spółka nie wypracuje minimum do uruchomienia programu menadżerskiego oraz rozminie się z konsensusem o około 1-2 mln PLN (do 5%). Niemniej jednak słaba dynamika wyników nie skłania nas do negatywnej rewizji rekomendacji ze względu na nadal ponadprzeciętną dywidendę. 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, jeżeli wzrost floty pojazdów będzie poniżej oczekiwań. Oznacza to, że dywidenda w 2018 roku mogłaby wynieść nawet 4,2 PLN na akcję, co przekłada się na DYield w wysokości 16%. Obecną wycenę rynkową oraz przecenę traktujemy jako okazję inwestycyjną.

Cena bieżąca

26,08 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

46,43 PLN

+78,0%

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

Podstawowe dane			PCM PW	vs. WIG
Ticker	PCM PW	Zmiana 1M	-12,8%	-9,9%
ISIN	PLPRMCM00048	Zmiana YTD	-14,9%	-35,5%
Liczba akcji (mln)	11,9	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	310,6	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	322,5	EV/EBITDA 12M fwd	8,2	+15,0%
Free float	40,0%	EV/EBITDA 5Y avg	7,1	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	8,0	8,6	7,6	6,8	6,4
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
ROE	7,9%	7,9%	8,9%	9,5%	10,1%
DPS	5,26	5,50	3,16	3,45	3,82
DYield	20,2%	21,1%	12,1%	13,2%	14,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody z leasingu operacyjnego			0,0%	0,0%	0,0%
Przychody odsetkowe			0,0%	0,0%	0,0%
Przychody ogółem			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

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

Model zysków ekonomicznych

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

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

Podsumowanie wyceny

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

Skarbiec Holding kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj (cena docelowa na poziomie 46,28 PLN/akcję). Negatywny sentyment do spółki został wywołany przez zmiany kadrowe, które objęły CIO oraz innych zarządzających. Zmiany kadrowe nastąpiły po ogłoszeniu przejęcia znaczącego pakietu akcji przez spółkę Murapol od funduszu PE Enterprise Investors. Niemniej jednak oczekujemy, że sytuacja w spółce ulegnie normalizacji wraz z nowymi zarządzającymi. Oczekujemy, że sentyment do Skarbca powinien się także poprawiać dzięki bardzo dobrym wynikom osiągniętym w 1Q'17 i 2Q'17. Pomimo spadku opłaty zmiennej w 3Q'17 SKH znowu zaskoczył rynek wyższymi od oczekiwań wynikami. Opłata zmienna zaksięgowana w 9M'17 pozwoli na wypłatę wysokiej dywidendy (DYield >12%) w 2018 roku.

Cena bieżąca

25,01 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

46,28 PLN

+85,0%

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

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	-9,0%	-6,1%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	+0,8%	-19,8%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	170,6	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	8,0	-3,7%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	8,3	dyskonto

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	13,1	5,3	6,3	5,5	4,8
P/BV	1,9	1,7	1,9	1,8	1,8
ROE	13,9%	34,1%	28,2%	33,6%	37,2%
DPS	3,12	3,37	3,69	4,28	4,87
DYield	12,5%	13,5%	14,8%	17,1%	19,5%
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

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Środki pieniężne	16,3	34,6	17,1	17,7	18,4
Pozostałe aktywa	81,6	82,7	85,7	88,4	92,2
Aktywa razem	97,9	117,2	102,8	106,1	110,6
Obligacje i kredyty	0,5	0,3	15,3	14,2	14,1
Pozostałe zobowiązania	8,1	16,1	-4,2	-1,8	0,7
Udziały mniejszościowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitały własne	89,3	100,8	91,7	93,7	95,8

Analiza porównawcza

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

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 (bez zmian)

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 XI do poziomu 275 USD/t vs. 250 USD/t na początku roku) oraz w Chinach (według ICIS ceny sody w Chinach w XI wzrosły do poziomu 305 USD/t – najwyższej od 2011 roku). 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 -27% r/r), a w obliczu 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. Przy okazji wyników za 3Q'17 Zarząd Ciech przedstawił, że produkcja nowych instalacji tureckich znajduje się poniżej oczekiwań (działa 1 na 5 linii produkcyjnych). Przedstawiciele Spółki poinformowali dodatkowo, że są znacznie bardziej optymistycznie odnośnie przyszłorocznych cen sody niż jeszcze miało to miejsce w poprzednich kwartałach. W średnim terminie Ciech może być beneficjentem udanego wezwania na Synthos, gdyż pozostanie on jedyną płynną i prywatnie zarządzaną spółką chemiczną na GPW. Nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj dla Grupy Ciech.

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

56,45 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

79,54 PLN

+40,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	79,54 PLN	2017-10-02

Podstawowe dane	CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M -13,4% -10,5%
ISIN	PLCIECH00018	Zmiana YTD +1,9% -18,8%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M 2,9 mln PLN
MC (mln PLN)	2 974,9	Średni obrót 6M 5,0 mln PLN
EV (mln PLN)	4 015,1	EV/EBITDA 12M fwd 5,4 -11,5%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg 6,1 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	3 273	3 455	3 570	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	8,7	5,0	8,5	8,2	10,2
P/BV	2,2	1,7	1,4	1,3	1,3
EV/EBITDA	6,1	4,6	5,3	4,9	5,5
DPS	0,00	2,85	0,00	3,65	4,83
DYield	0,0%	5,0%	0,0%	6,5%	8,6%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Soda (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Soda Ciech (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
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

	17P	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	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 4Q'17 jest beneficjentem wzrostów cen nawozów saletranych na rynku, co wynikało ze zmniejszenia eksportu mocznika przez Chiny oraz dość wysoki i niespodziewany popyt na nawozy z Indii. Dynamiczny wzrost na przełomie 3Q'17 i 4Q'17 przełożył się dodatkowo na mniejszy import nawozów do Polski. W drugiej połowie 4Q'17 ceny nawozów saletranych lekko się cofnęły, a z drugiej strony negatywnie po stronie kosztowej działają rosnące ceny gazu ziemnego w Niemczech. Wstępnie szacujemy, że przychody Grupy Azoty w 4Q'17 mogłyby sięgnąć 2755 mln PLN (+19% r/r); EBITDA 324 mln PLN (+90% r/r). Inwestorzy powinni pamiętać, że we wrześniu wygaś 90 dniowy lock-up na sprzedaż akcji przez EBOR – ten posiada pakiet 2,87% spółki. Nieznacznie korygujemy nasze prognozy wyników na 2017 i 2018 rok. Obniżamy naszą wycenę Grupy Azoty z 80,77 PLN/akcja do 78,50 PLN/akcja oraz pozostawiamy bez zmian rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

71,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

78,52 PLN

+10,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	78,52 PLN	2017-12-01	
poprzednia	trzymaj	80,77 PLN	2017-10-02	
Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-10,7%	-7,8%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	+15,2%	-5,4%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M		3,5 mln PLN
MC (mln PLN)	7 072,6	Średni obrót 6M		5,1 mln PLN
EV (mln PLN)	8 347,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,3	-7,4%
Free float	22,7%	EV/EBITDA 5Y avg	6,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	10 008	8 956	9 821	10 112	10 538
EBITDA	1 304	997	1 239	1 327	1 338
marża EBITDA	13,0%	11,1%	12,6%	13,1%	12,7%
EBIT	824	486	722	738	681
Zysk netto	605	343	517	512	462
P/E	11,7	20,6	13,7	13,8	15,3
P/BV	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	5,9	8,0	6,7	6,4	6,4
DPS	0,00	0,84	0,79	1,04	1,55
DYield	0,0%	1,2%	1,1%	1,5%	2,2%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			+5,3%	-0,3%	+4,0%
Zysk netto			+5,3%	-0,3%	+4,0%
Mocznik (PLN/t)			+1,5%	+0,1%	+0,7%
Saletra (PLN/t)			+1,5%	-0,9%	-0,3%
Gaz ziemny (PLN/m3)			+0,1%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA nawozy	998	600	601	628	653
EBITDA tworzywa	-10	-33	253	238	215
EBITDA chemia	135	271	292	330	318
EBITDA energetyka	77,9	95,5	65,6	70,2	76,1
EBITDA pozostałe	115	40	83	61	76
Przepływy oper.	1 630	1 136	1 065	1 180	1 193
Amortyzacja	479	511	517	589	657
Kapitał obrotowy	300	137	-28	-10	-14
Przepływy inw.	-1 503	-1 303	-1 230	-1 068	-933
CAPEX	1 055	1 236	1 330	1 168	1 033
Przepływy fin.	68	76	-136	-172	-232
Dywidenda/buyback	0	-83	-78	-103	-154
FCF	403	-214	-241	18	172
FCF/EBITDA	31%	-21%	-19%	1%	13%
CFO/EBITDA	125%	114%	86%	89%	89%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Mocznik (PLN/t)	1 504	1 588	1 655	1 702	1 693	1 671	1 649	1 664	1 665	1 679	1 658
Saletra (PLN/t)	1 256	1 333	1 389	1 405	1 382	1 360	1 338	1 353	1 354	1 365	1 343
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	9 821	10 112	10 538	10 968	11 013	11 031	11 039	11 292	11 449	11 638	11 671
EBITDA	1 239	1 327	1 338	1 358	1 429	1 408	1 370	1 382	1 394	1 438	1 440
marża EBITDA	12,6%	13,1%	12,7%	12,4%	13,0%	12,8%	12,4%	12,2%	12,2%	12,4%	12,3%
EBIT	722	738	681	671	755	766	756	784	805	852	854
Podatek	123	131	119	118	135	138	136	142	147	156	157
CAPEX	-1 330	-1 168	-1 033	-634	-590	-573	-578	-583	-568	-589	-586
Kapitał obrotowy	-28	-10	-14	-14	-1	-1	0	-8	-5	-6	-1
FCF	-241	18	172	592	703	697	655	649	674	687	696
PV FCF	-238	17	146	462	506	460	397	362	346	325	
WACC	8,2%	8,1%	8,0%	8,1%	8,2%	8,4%	8,4%	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	10 495	11 052	11 675	12 163	12 571
Aktywa trwałe	6 943	7 651	8 468	9 054	9 440
Kapitał własny	6 286	6 534	6 973	7 381	7 689
Udział mniejszości	626	595	620	646	668
Dług netto	-13	273	654	815	887
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	0,3	0,5	0,6	0,7
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	9,6	8,1	6,9	7,3	6,3	5,6
Maksimum	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mediana	22,8	15,9	11,9	10,8	8,1	7,0
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 783
Dług netto	273
Inne korekty	-595
Wycena DCF na akcję (PLN)	70,40

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	77,31
DCF	50%	70,40
Cena wynikowa		73,86
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		78,52

Polwax kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs Spółki po ostatnich mocnych spadkach pozostaje stabilny, mimo że raport za 3Q'17 po słabym 2Q przyniósł zestaw bardzo solidnych wyników. Pozytywnie zaskoczyły przychody, gdyż Spółce udało się prawie w 100% skompensować niższe ceny w segmencie zniczowym dodatkowymi wolumenami (przychody nie licząc sprzedaży zniczy do Biedronki spadły r/r tylko o 3% vs. -9% w 1H'17). Dodatkowo przychody ze sprzedaży zniczy do sieci Jeronimo Martins zwiększyły się o 11%, zarówno z uwagi na przyspieszenie terminów dostaw, jak i wyższą wartość kontraktu. Ponownie nie zawiódł segment parafin przemysłowych, gdzie przy wzroście wolumenów o 17% sprzedaż zwiększyła się r/r o 12%. Nadal nie widzimy jeszcze odwrócenia trendów na cenach gaczy parafinowych, ale ważne, że spadek cen został już wyhamowany. Przypominamy, że głównym źródłem tej presji na ceny surowca były niskie ceny ropy i nadpodaż ubocznych produktów rafinacji (efekt wysokiej rentowności na ciężkich produktach rafinacji i wzrostu wykorzystania mocy w rafineriach o gorszym wskaźniku konwersji). W efekcie na rynku spot ceny wsadu były tańsze niż te uzyskiwane przez Polwax w ramach kontraktu długoterminowego z Lotosem (indeksacja do benchmarku ICIS). Obecnie te niekorzystne dyferencjały się zmniejszają. Wykonanie naszej rocznej prognozy EBITDA wynosi 75% i jeśli będzie trzeba ją obniżyć to tylko nieznacznie. Aktualnie Polwax jest wyceniany na 5,4x P/E'17 i 4,6x EV/EBITDA'17 (zakładamy spadek długu netto na koniec roku zgodnie ze wzorcem sezonowym). Rekomendacja kupuj pozostaje aktualna.

Cena bieżąca

10,31 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

20,53 PLN

+99,1%

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

Podstawowe dane			PWX PW	vs. WIG
Ticker	PWX PW	Zmiana 1M	-14,6%	-11,7%
ISIN	PLPOLWX00026	Zmiana YTD	-35,8%	-56,4%
Liczba akcji (mln)	10,3	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	106,2	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	120,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,9	+1,7%
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	4,4	5,1	5,2	5,0	4,5
P/BV	1,4	1,2	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA	3,9	4,2	4,0	5,5	6,3
DPS	1,21	1,06	0,00	0,00	0,00
DYield	11,7%	10,3%	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 (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Zwiększające się zapasy kauczuków syntetycznych w Azji (rekordowy poziom w porcie Qingdao oraz na giełdzie SHF) negatywnie przekładają się na ich ceny oraz notowania butadienu. Obecnie relacja cen butadienu do ropy naftowej spadła do poziomów ostatni raz obserwowanych w 2015 roku, a ceny kauczuków najniższe od 3Q'16. Dodatkowo presję na przyszłe wyniki budują spadające ceny produktów styrenowych, na których marże produkcyjne są obecnie najniższe od początku roku. Naszym zdaniem wysoka baza wyników oraz pogarszające się otoczenie powodować będą, że od 4Q'17 Synthos przez kolejne 4 kwartały notować będzie co najmniej 29% spadek r/r skorygowanej EBITDA. Naszym zdaniem, biorąc pod uwagę niższe wyniki i ambitny program inwestycyjny Synthos w 2018 roku jest wstanie wypłacić jedynie 0,12 PLN dywidendy na akcje (aby nie złamać kowenantów obligacyjnych 2,5xEBITDA). To z kolei powodować będzie, że inwestorzy większą uwagę zwrócą na wysoką premię do spółek porównywalnych (14-43% na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA na 2018 i 2019 rok). Z uwagi na fakt, że cena z wezwania jest wyższa od naszej ceny docelowej wzięcie udziału w wezwaniu może być okazją do wyjścia z inwestycji.

Cena bieżąca

4,75 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,73 PLN

-0,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	4,73 PLN	2017-11-30

Podstawowe dane			SNS PW	vs. WIG
Ticker	SNS PW	Zmiana 1M	-7,6%	-4,7%
ISIN	PLDWORY00019	Zmiana YTD	+17,0%	-3,7%
Liczba akcji (mln)	1 323,3	Średni obrót 1M	5,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 285,4	Średni obrót 6M	5,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 010,1	EV/EBITDA 12M fwd	9,3	+3,6%
Free float	37,5%	EV/EBITDA 5Y avg	9,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	4 058	4 755	6 921	6 477	6 675
EBITDA	617	662	820	735	859
marża EBITDA	15,2%	13,9%	11,8%	11,3%	12,9%
EBIT	450	451	581	491	588
Zysk netto	426	256	416	341	421
P/E	14,8	24,6	15,1	18,4	14,9
P/BV	2,7	3,4	3,9	3,5	3,2
EV/EBITDA	11,3	11,5	9,8	11,1	9,2
DPS	0,25	0,53	0,50	0,12	0,18
DYield	5,3%	11,2%	10,5%	2,6%	3,8%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
SR (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Butadien (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
EPS (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA kauczuki	276	363	525	397	467
EBITDA styren	204	226	139	198	239
EBITDA energetyka	84	99	114	109	103
EBITDA dyspersje	25	29	37	34	36
EBITDA pozostałe	29	-55	5	-5	14
Przepływy oper.	734	482	726	714	757
Amortyzacja	167	211	239	244	271
Kapitał obrotowy	181	-78	-15	43	-19
Przepływy inw.	-284	-414	-238	-579	-207
CAPEX	575	476	238	579	207
Przepływy fin.	-183	33	-750	-254	-330
Dywidenda/buyback	-331	-701	-662	-162	-239
FCF	187	17	481	140	556
FCF/EBITDA	30%	3%	59%	19%	65%
CFO/EBITDA	119%	73%	89%	97%	88%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
SR (USD/t)	1 915	1 639	1 664	1 880	1 911	1 911	1 911	1 911	1 911	1 911	1 911
Butadien (USD/t)	1 309	975	1 036	1 115	1 195	1 195	1 195	1 195	1 195	1 195	1 195
EPS (USD/t)	1 251	1 222	1 162	1 335	1 335	1 335	1 335	1 335	1 335	1 335	1 335
Przychody	6 921	6 477	6 675	7 373	7 555	7 668	7 756	7 846	7 928	8 016	8 092
EBITDA	820	735	859	1 033	1 035	1 044	1 049	1 054	1 057	1 063	1 066
marża EBITDA	11,8%	11,3%	12,9%	14,0%	13,7%	13,6%	13,5%	13,4%	13,3%	13,3%	13,2%
EBIT	581	491	588	758	759	768	772	776	779	784	788
Podatek	87	58	77	110	110	112	113	132	133	135	136
CAPEX	238	579	207	257	274	275	277	277	278	279	279
Kapitał obrotowy	15	-43	19	68	18	11	9	9	8	9	7
FCF	481	140	556	598	632	645	650	636	638	641	645
PV FCF	478	130	476	475	465	439	409	370	342	316	
WACC	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%	8,1%	8,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	4 796	5 636	5 666	5 762	5 981
Aktywa trwałe	2 549	2 799	2 801	3 141	3 084
Kapitał własny	2 296	1 870	1 624	1 803	1 985
Udział mniejszości	13	13	13	13	13
Dług netto	655	1 324	1 712	1 830	1 610
Dług netto/EBITDA (x)	1,1	2,0	2,1	2,5	1,9
Dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,7	1,1	1,0	0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	9,5	8,9	8,1	5,9	4,7	5,3
Maksimum	33,7	20,3	16,6	16,0	14,3	9,6
Mediana	16,5	14,8	13,1	7,7	7,8	7,0
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	3 901
Dług netto	1 986
Inne korekty	-13
Wycena DCF na akcję (PLN)	5,34

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	3,56
DCF	50%	5,34
Cena wynikowa		4,45
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		4,73

Paliwa

Lotos

sprzedaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klischcz@mbank.pl

Akcje LTS podrożały w tym roku o 63%, co było pochodną sprzyjającego otoczenia makro w sektorze i serii pozytywnych zaskoczeń na wynikach, pomimo przestoju remontowego oraz coraz wyższej bazy odniesienia. Rynek zinterpretował te lepsze rezultaty przede wszystkim jako efekt skutecznej walki Rządu z szarą strefą, ale naszym zdaniem jest to duże uproszczenie, które nie uwzględnia szeregu innych zmian otoczenia, które akurat w tym roku szczególnie sprzyjały Lotosowi (rentowność na asfaltach i na olejach bazowych +0,2 mld PLN r/r, okresowy wzrost marży na dieslu w miesiącach wrzesień-październik). Z uwagi na rosnące ceny ropy te korzystne czynniki prawdopodobnie nie powtórzą się w przyszłym roku, a w naszym konserwatywnym scenariuszu makro dodatkowym obciążeniem będzie spadek modelowej marży rafineryjnej. Jeśli do tego dołożymy niższe wolumeny wydobycia, potencjalnie wyższe koszty realizacji obowiązku NCW oraz możliwe opóźnienia na projekcie B8 i DCU (ich roczny potencjał EBITDA to około 500-600 mln PLN), to realizacja dość optymistycznych prognoz konsensusu może być zadaniem bardzo trudnym (nasze szacunki EBITDA 2018-19 11% poniżej średniej rynkowej). Przyszły rok może być trudniejszy także pod względem CF zarówno z uwagi na kapitał obrotowy (wyższe ceny paliw, zapasy obowiązkowe), płatności podatkowe w Norwegii (podatek zapłacony w tym roku jest 0,4 mld PLN niższy niż raportowany w P&L) jak i podwyższony capex. Utrzymujemy negatywne nastawienie i rekomendację sprzedaj.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO skor.	2 134	2 609	3 016	2 283	2 513
upstream	337	702	838	841	780
rafineria	1 669	1 761	2 016	1 304	1 589
detal	122	145	162	138	144
EV/EBITDA LIFO skor.	8,0	6,2	4,8	6,9	6,3
Efekt LIFO	-279	-77	103	81	99
Inne zd. jednorazowe	-718	391	-138	0	0
Saldo finansowe	-619	-275	239	-261	-299
Przerób ropy mln ton	10,2	10,4	9,5	10,4	10,4
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,9	5,9	7,7	4,8	5,8
detal EBITDA/tonę	100	134	117	118	119
upstream \$ EBITDA/boe	20,6	18,3	25,8	29,3	29,6
Wydobycie w mboe/d	11,9	26,7	23,6	22,0	20,1
gaz	5,3	15,6	13,3	10,1	8,7
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)	54,2	65,0	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Marża+dyferencjał	7,1	5,0	5,0	5,5	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
USD/PLN	3,78	3,58	3,60	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	0,00	0,00
Przychody	21 483	25 300	25 782	28 498	30 574	30 574	30 574	30 574	30 574	30 574	30 574
EBITDA	2 144	1 523	1 832	1 976	1 924	1 928	1 933	1 938	1 943	1 948	1 948
marża EBITDA	10,0%	6,0%	7,1%	6,9%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%
EBIT	1 602	915	1 145	1 258	1 233	1 209	1 188	1 171	1 157	1 145	1 250
Podatek	304	174	218	239	234	230	226	222	220	217	237
CAPEX	-1 129	-1 193	-578	-659	-699	-699	-699	-699	-699	-699	-699
Kapitał obrotowy	-329	-828	-695	-554	-249	9	12	9	11	18	11
FCF	381	-672	341	523	742	1 009	1 021	1 026	1 035	1 050	1 023
PV FCF	379	-623	296	422	556	701	657	611	571	536	
WACC	7,4%	7,2%	7,2%	7,2%	7,8%	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

56,31 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

51,53 PLN

-8,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	51,53 PLN	2017-11-29

Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	-5,8%	-2,9%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	+51,2%	+30,5%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	15,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 410,2	Średni obrót 6M	19,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 579,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	-17,8%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	22 709,4	20 931,1	22 741,6	26 668,5	27 083,7
EBITDA	1 138,0	2 922,6	2 981,7	2 364,2	2 612,0
marża EBITDA	5,0%	14,0%	13,1%	8,9%	9,6%
EBIT	423,4	1 854,7	2 120,6	1 344,5	1 536,3
Zysk netto	-263,3	1 015,2	1 636,8	765,2	806,1
P/E	-	10,3	6,4	13,6	12,9
P/BV	1,3	1,2	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	14,2	5,2	4,6	6,2	5,7
DPS	0,00	0,00	1,00	1,59	1,66
DYield	0,0%	0,0%	1,8%	2,8%	2,9%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA LIFO		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Brent (USD/Bbl)		0,0%	0,0%	0,0%	
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)		0,0%	0,0%	0,0%	
USD/PLN		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	1 488	2 654	2 337	1 355	1 488
CFO/EBITDA LIFO skor.	70%	102%	77%	59%	59%
Capex	759	1 244	1 499	1 863	928
Kapitał obrotowy	3 554	3 867	4 196	5 024	5 719
Kapitał własny	7 712	8 611	10 817	11 238	11 673
Dług netto	5 701	4 808	3 169	4 285	4 397
Dług netto/EBITDA (x)	5,0	1,6	1,1	1,8	1,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,3	5,2	3,8	2,2	2,1	2,0
Maksimum	35,0	22,7	22,0	9,5	9,9	10,0
Mediana	9,6	10,7	10,5	5,2	5,3	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	11 549
Dług netto	4 993
Petrobaltic	1 967
Wycena DCF na akcję (PLN)	46,11

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	50,83
DCF	50%	46,11
Cena wynikowa		48,47
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		51,53

MOL trzymaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Tegoroczna stopa zwrotu na akcjach MOL-a wynosi 25%, ale wyraźnie odstają one od polskich konkurentów, mimo niemniejszej ekspozycji na sprzyjające otoczenie makro i relatywnie atrakcyjnej wyceny wskaźnikowej. W naszym konserwatywnym scenariuszu dla marż rafineryjnych i petrochemicznych zalecamy co prawda niedoważenie całego sektora, ale uważamy że akcje węgierskiego koncernu można traktować jako „mniejsze zło”. Utrzymujemy dla nich neutralną rekomendację, gdyż nawet przy założeniach pogorszenia rentowności w 2018-19 (zwracamy uwagę, że odchylenie rentowności obszaru downstream od 10-letniej średniej rzędu 200 mld HUF), implikowane wskaźniki EV/CCS EBITDA są akceptowalne (5,2x vs. 8,0x dla PKN i 7,0x dla LTS). Dodatkowo Spółka oferuje bardzo wysoki FCF yield w perspektywie najbliższych kilku lat (efekt zrównoważonej strategii inwestycyjnej), który powinien się przekładać na wzrosty efektywnościowych, a do szacowanych przez Zarząd zysków z nowych instalacji wytwórczych przykładamy 20-30% dyskonto). Nie można też lekceważyć scenariusza sprzedaży udziałów w INA, który nie tylko mógłby jednorazowo wpłynąć in plus na naszą wycenę Spółki (potencjalnie nawet +10-12% przy sprzedaży po cenie zakupu), ale w średnim terminie powinien również podnosić wskaźniki wyceny porównawczej (udział upstream w EBITDA spadłby z 34% do 23%).

Cena bieżąca

3 050 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

3 104 HUF

+1,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	3 104 HUF	2017-11-29

Podstawowe dane	MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M +1,7% +4,5%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD +21,9% +1,3%
Skor. I. akcji (mln)	743,3	Średni obrót 1M 2 274,4 mln HUF
MC (mln HUF)	2 267 055,0	Średni obrót 6M 1 945,9 mln HUF
EV (mln HUF)	3 004 160,6	EV/EBITDA 12M fwd 4,3 -2,5%
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	4 143,1	4 552,0	4 553,6
EBITDA	643,4	623,4	685,0	583,8	607,6
marża EBITDA	15,7%	17,5%	16,5%	12,8%	13,3%
EBIT	-217,2	307,9	403,0	288,6	294,3
Zysk netto	-261,0	263,5	300,4	199,9	201,8
P/E	-	8,6	7,5	11,3	11,2
P/BV	1,6	1,5	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	4,8	5,1	4,4	5,0	4,9
DPS	60,69	70,88	78,13	81,93	86,03
DYield	2,0%	2,3%	2,6%	2,7%	2,8%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
CCS EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	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	667	571	591
upstream	197	190	236	282	293
rafineria	239	178	193	107	114
detal	62	86	100	98	106
petchem	160	144	132	80	73
gaz	60	54	57	55	57
koszty ogólne	-31	-48	-51	-52	-53
EV/EBITDA LIFO skor.	4,6	5,3	4,6	5,2	5,1
Efekt LIFO	-77	25	21	13	16
Inne zd. jednorazowe	33	-7	-2	0	0
Saldo finansowe	-91	-35	-2	-12	-14
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	6,1	4,5	5,0	2,9	3,1
upstream \$ EBITDA/boe	19,5	17,8	24,1	29,2	30,5
Przerób ropy mln ton	19,0	19,2	19,3	19,3	19,3
Wydobycie mboe/d	103,9	112,3	108,1	110,7	109,7

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Brent (USD/Bbl)	54	65	65	70	75	75	75	75	75	75	75
Marża+dyferencjał	7,9	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	3 892	4 275	4 273	4 594	4 882	4 896	4 897	4 897	4 898	4 899	4 898
EBITDA	451	301	315	360	370	411	415	413	411	409	411
marża EBITDA	11,6%	7,1%	7,4%	7,8%	7,6%	8,4%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
EBIT	301	141	140	174	170	200	199	191	183	173	207
Podatek	74	34	34	42	42	50	49	47	45	42	39
CAPEX	-185	-215	-380	-344	-209	-211	-205	-205	-205	-205	-205
Kapitał obrotowy	-66	-22	-23	-19	-16	0	0	0	1	1	1
FCF	127	31	-122	-45	104	151	161	162	163	163	168
PV FCF	126	28	-103	-35	74	98	96	89	82	75	
WACC	8,4%	8,6%	8,6%	8,7%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
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	541	501	522
CFO/EBITDA LIFO skor.	85%	86%	81%	88%	88%
Capex	370	289	270	310	478
Kapitał obrotowy	94	156	221	243	266
Kapitał własny	1 452	1 492	1 725	1 854	1 981
Dług netto	474	606	405	298	342
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	1,0	0,6	0,5	0,6

Analiza porównawcza

	17P	P/E	18P	19P	EV/EBITDA	17P	18P	19P
Minimum	5,3	5,2	3,8	2,2	2,1	2,0		
Maksimum	35,0	22,7	22,0	9,5	9,9	10,0		
Mediana	10,5	11,5	11,0	5,4	5,5	5,3		
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%		

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 502
Dług netto i korekty	403
Segment wydobywczy	619
Wycena DCF na akcję (HUF)	2 440

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	3 360
DCF	50%	2 440
Cena wynikowa		2 900
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		3 104

PGNiG kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Akcje PGNiG spadły na przestrzeni miesiąca o ponad 10%, głównie na fali rozczarowania wynikami 3Q'17. Tymczasem naszym zdaniem raport za 3Q'17 nie powinien być dla rynku żadnym zaskoczeniem (konsensus sztucznie zawyżony przez 2 bardzo wysokie prognozy), szczególnie że roczna EBITDA po 9M'17 jest wykonana w 71% przed sezonowo mocnym 4Q. Dodatkowo Spółce sprzyjają aktualne trendy na surowcach (ropa Brent +12% QTD i gaz +16%), które poprawią rentowność w końcówce roku i dają podstawy do podniesienia oczekiwań na rok 2018. Po uwzględnieniu tych elementów nieznacznie korygujemy nasze prognozy EBITDA na lata 2017-19 (ich aktualne odchylenie od konsensusu wynosi +3% dla tego roku i 9-10% dla okresu 2018-19), ale wycena pozostaje bez zmian na 7,73 PLN (wyższe ceny zamortyzowane przez ogłoszone przez Spółkę niższe wolumeny wydobycia i efekt wyceny porównawczej). Głównymi katalizatorami w przyszłym roku będą pozytywne efekty liberalizacji rynku w segmencie obrotu (stabilizacja marży na atrakcyjnym poziomie, zyski na animacji, zwrot z magazynów) oraz możliwe akwizycje w Norwegii po finalnej alokacji przepustowości na Baltic Pipe (do końca stycznia). Rozstrzygnięcie sporu z Gazpromem to prawdopodobnie perspektywa końca 1Q'18, ale wcześniej bo do końca roku powinno być znane ostateczne orzeczenie ws Naftohaz-Gazprom, co może nakreślać spekulacje dotyczące werdyktu ws PGNiG (kluczowy stosunek do klauzuli take-or-pay). Podtrzymujemy rekomendację kupuj, wskazując że na naszych prognozach Spółka jest wyceniana na 4,6x EV/EBITDA'17 i 3,9x EV/EBITDA'18, co plasuje się znacznie poniżej grupy porównawczej z segmentu upstream (5,3x), nie mówiąc już o spółkach użyteczności publicznej (7,2x).

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	7 064	6 904	7 559	8 361	8 545
EBITDA	6 080	5 974	7 432	8 361	8 545
wydobycie	2 426	2 206	4 193	4 586	4 623
obróć	623	614	90	941	971
dystribucja	2 339	2 559	2 514	2 277	2 308
energetyka	679	759	875	803	894
pozostałe	13	-164	-241	-247	-252
Saldo finansowe	-276	-150	-28	-26	-45
Prod. ropy mln ton	1,39	1,35	1,27	1,34	1,23
kraj	0,77	0,75	0,78	0,82	0,78
zagranica	0,62	0,59	0,49	0,52	0,45
Prod. gazu mld m3	4,6	4,5	4,4	4,5	4,8
kraj	4,0	3,9	3,8	3,8	3,8
zagranica	0,6	0,6	0,6	0,7	1,0
marża obrót PLN/MWh	1,8	1,5	-1,7	3,2	3,2

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Brent (USD/Bbl)	54,2	65,0	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Gaz EU (EUR/MWh)	17,0	18,7	19,0	20,3	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8
USD/PLN	3,78	3,58	3,60	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Przychody	35 516	38 447	41 161	41 978	44 779	44 645	41 026	40 418	38 983	38 059	38 059
EBITDA	7 432	8 361	8 545	9 020	9 352	9 022	8 899	8 907	8 746	8 472	8 472
marża EBITDA	20,9%	21,7%	20,8%	21,5%	20,9%	20,2%	21,7%	22,0%	22,4%	22,3%	22,3%
EBIT	4 808	5 678	5 822	6 220	6 546	6 163	5 977	5 906	5 708	5 513	4 582
Podatek	1 195	1 485	1 490	1 926	2 045	1 917	1 838	1 794	1 689	1 610	1 415
CAPEX	-4 088	-4 229	-3 744	-3 779	-3 806	-3 823	-3 846	-3 869	-3 871	-3 890	-3 890
Kapitał obrotowy	-622	-350	-324	-98	-335	16	432	73	171	110	110
FCF	1 527	2 296	2 986	3 218	3 166	3 299	3 646	3 317	3 357	3 082	3 277
PV FCF	1 516	2 091	2 495	2 466	2 226	2 127	2 157	1 800	1 671	1 407	
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

6,03 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,73 PLN

+28,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	7,73 PLN	2017-12-01	
poprzednia	kupuj	7,73 PLN	2017-11-03	
Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	-11,2%	-8,3%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	+11,0%	-9,6%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	21,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	34 843,2	Średni obrót 6M	19,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	34 754,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	-23,1%
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	35 516,3	38 447,5	41 160,9
EBITDA	6 080,0	5 974,0	7 431,8	8 361,0	8 544,6
marża EBITDA	16,7%	18,0%	20,9%	21,7%	20,8%
EBIT	3 290,0	3 360,0	4 808,5	5 677,7	5 822,2
Zysk netto	2 134,0	2 351,0	3 591,6	4 172,3	4 296,6
P/E	16,7	14,8	9,7	8,4	8,1
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,9	5,9	4,7	4,0	3,8
DPS	0,20	0,18	0,20	0,31	0,36
DYield	3,3%	3,0%	3,3%	5,2%	6,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			+0,2%	+3,4%	-0,2%
Zysk netto			+0,7%	+4,5%	-1,0%
Brent (USD/Bbl)			+2,3%	+8,3%	0,0%
Gaz EU (EUR/MWh)			+4,6%	+8,7%	+3,3%
USD/PLN			-0,7%	-1,1%	0,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	7 271	5 922	5 970	7 016	7 150
CFO/EBITDA	120%	99%	80%	84%	84%
Capex	3 154	2 968	4 088	4 229	3 744
Kapitał obrotowy	2 843	3 619	4 241	4 591	4 915
Kapitał własny	30 736	32 013	34 449	36 825	39 036
Dług netto	360	523	-92	-988	-2 236
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,7	5,3	6,1	4,2	3,9	3,9
Maksimum	21,7	20,4	19,1	11,8	10,9	10,6
Mediana	13,8	13,4	13,1	6,3	6,3	6,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	43 135
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%	3,90
DCF	50%	7,32
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		7,73

PKN Orlen sprzedaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wskaźnik EV/EBITDA LIFO'17 pomimo tegorocznego 50% wzrostu kursu może wydawać się mało wymagający (5,6x), ale tylko w oderwaniu od faktu, że wyniki 2017 są historycznie rekordowe i w zdecydowanej większości wynikają z ultra korzystnego otoczenia makro. Skalę wrażliwości Orlenu na warunki makro dobrze obrazuje zestawienie tegorocznego zysku EBITDA LIFO w obszarze downstream (prawie 8 mld PLN) ze średnią z okresu 2007-16 (4,4 mld PLN), tym bardziej że potencjał wytwórczy na przestrzeni tego okresu nie zmienił się jakoś diametralnie. W naszym scenariuszu normalizacji marż modelowych w przyszłym roku (w ostatnich tygodniach rynek póki co ignoruje coraz niższe odczyty zarówno w rafinerii jak i petrochemii), mnożnik ten rośnie skokowo powyżej 9,0x, co dobrze obrazuje wrażliwość koncernu na warunki zewnętrzne. Oczywiście można sobie wyobrazić, że hossa w sektorze potrwa jeszcze trochę, ale trudno będzie o kolejne pozytywne zaskoczenia (4Q'17 powinien już przynieść spadek EBITDA r/r), a osi dyskusji w kolejnych latach będzie raczej oczekiwane tempo pogarszania się wyników koncernu niż kwestia ustanawiania kolejnych maksimów. W obecnej fazie cyklu pewnym ryzykiem może być też bardzo mocny bilans Spółki i relatywnie niskie, w odniesieniu do aktualnie generowanych zysków, nakłady inwestycyjne (niebezpieczeństwo zaangażowania w rządowe megaprojekty lub realizacja ambicji budowy narodowych czempionów). Biorąc powyższe pod uwagę utrzymujemy rekomendację sprzedaż dla akcji Orlenu.

Cena bieżąca

110,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

81,80 PLN

-26,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	81,80 PLN	2017-11-29

Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	-9,0%	-6,1%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	+34,6%	+14,0%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	76,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	47 390,2	Średni obrót 6M	82,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	50 692,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,6	-5,3%
Free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	88 336,0	79 553,0	94 537,3	102 772,1	105 893,8
EBITDA	6 235,0	9 642,0	10 986,4	6 556,8	6 532,3
marża EBITDA	7,1%	12,1%	11,6%	6,4%	6,2%
EBIT	4 340,0	7 532,0	8 604,0	3 746,1	3 531,9
Zysk netto	2 837,0	5 261,0	6 609,5	2 716,6	2 361,2
P/E	16,7	9,0	7,2	17,4	20,1
P/BV	2,1	1,8	1,5	1,4	1,4
EV/EBITDA	9,0	5,5	4,6	8,3	8,5
DPS	1,65	2,13	3,00	3,40	3,18
DYield	1,5%	1,9%	2,7%	3,1%	2,9%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO skor.	10 111	7 668	9 846	6 260	6 167
rafineria	6 104	4 549	4 793	2 005	1 628
petchem	3 033	1 776	3 191	2 136	2 566
detal	1 556	1 832	2 049	1 881	1 914
upstream	44	255	295	372	411
energetyka	0	0	139	518	333
koszty ogólne	-626	-744	-621	-652	-685
EV/EBITDA LIFO skor.	6,0	7,6	5,6	9,4	9,7
Efekt LIFO	-1 510	86	700	297	366
Inne zd. jednorazowe	-2 366	1 888	440	0	0
Saldo finansowe	-642	-645	233	-149	-239
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	7,1	5,3	5,3	2,5	2,0
detal EBITDA/tonę	195	224	233	209	209
Przerób ropy mln ton	30,9	29,6	33,0	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	7,7	5,5	5,0	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Marża petchem	492	342	333	379	337	337	337	337	337	337	336,9
USD/PLN	3,78	3,58	3,60	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Przychody	94 537	102 772	105 894	117 870	126 135	126 765	127 399	128 105	128 781	129 487	129 487
EBITDA	10 533	6 557	6 532	7 683	7 498	7 510	7 612	7 683	7 697	7 738	7 738
marża EBITDA	11,1%	6,4%	6,2%	6,5%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT	8 151	3 746	3 532	4 497	4 353	4 316	4 415	4 410	4 328	4 268	4 388
Podatek	1 549	712	671	854	827	820	839	838	822	811	834
CAPEX	-4 450	-5 250	-3 550	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350
Kapitał obrotowy	-677	-2 261	-1 662	-1 828	-630	-92	-93	-103	-99	-103	-103
FCF	3 858	-1 666	650	1 650	2 690	3 248	3 330	3 392	3 426	3 474	3 232
PV FCF	3 833	-1 536	556	1 311	1 978	2 211	2 099	1 979	1 850	1 737	
WACC	8,1%	7,8%	7,7%	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	5 354	9 331	8 631	3 613	4 245
CFO/EBITDA LIFO skor.	53%	122%	88%	58%	69%
Capex	3 079	5 033	4 450	5 250	3 550
Kapitał obrotowy	6 654	6 144	6 821	9 081	10 743
Kapitał własny	22 173	26 763	32 089	33 352	34 355
Dług netto	6 810	3 363	232	3 472	4 374
Dług netto/EBITDA (x)	1,1	0,3	0,0	0,5	0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,3	5,6	5,3	2,2	2,1	2,0
Maksimum	21,4	17,7	16,3	11,8	10,1	10,0
Mediana	8,6	9,8	9,9	5,7	5,9	5,9
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	39 058
Dług netto	3 877
Inne korekty	-2 522
Wycena DCF na akcję (PLN)	76,36

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	77,54
DCF	50%	76,36
Cena wynikowa		76,95
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		81,80

Energetyka

CEZ

akumuluj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Osiągnięty kompromis w sprawie reformy ETS wbrew naszym oczekiwaniom na razie nie wywołał skokowych wzrostów cen CO₂, ale bez wątpienia formalne jego przepracowanie przez kolejne instancje unijnej legislatury będzie w średnim terminie podbijać notowania uprawnień (CEZ z emisyjnością poniżej 0,5 t CO₂/MWh byłby jednym z głównych beneficjentów). Z punktu widzenia czeskiego koncernu dobrą informacją jest też utrzymujący się pozytywny sentyment na europejskim rynku węgla. Ze względu na politykę zabezpieczeń nie można oczywiście oczekiwać, że bieżące notowania energii (37 EUR/MWh) będą szybko w pełni odzwierciedlone w wynikach Spółki (stan hedgingu na lata 2018-2020 wynosi odpowiednio: 81%, 57% i 26%), ale pozwolą na podniesienie średnich cen zabezpieczenia w krótkim terminie. Według naszych aktualnych podniesionych szacunków średnia cena sprzedaży energii w generacji wzrośnie w przyszłym roku tylko nieznacznie do 31,2 EUR/MWh z tegorocznych 31 EUR/MWh, ale już w 2019 roku będzie to 32,8 EUR/MWh a w 2020 roku ponad 36 EUR/MWh (każde 1 EUR/MWh to dodatkowe 1,5-1,8 mld CZK EBITDA). Perspektywa odwrócenia negatywnego trendu na EBITDA już w przyszłym roku (wyższe wolumeny w elektrowniach jądrowych i wpływ nowych bloków węglowych) staje się więc prawie pewna, podobnie jak scenariusz utrzymania DPS na poziomie 30 CZK (DYield 2018-2020 rzędu 6,3%). W tym kontekście podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji CEZ, podnosząc cenę docelową 7% do 548,6 CZK. Wydaje się, że główne ryzyko związane z upolitycznieniem Spółki po wyborach oddaliło się z uwagi na problemy ze stworzeniem stabilnego większościowego rządu.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	65 065	58 596	52 957	58 662	59 901
EBITDA	65 265	58 206	54 757	58 662	59 901
wytwarzanie	31 354	25 403	22 877	25 749	27 257
wydobycie	4 321	4 413	4 104	4 199	4 266
dystrybucja	20 082	20 386	19 254	20 796	20 354
obrót	6 898	5 489	5 030	5 448	5 478
pozostałe	2 610	2 515	3 491	2 469	2 546
Saldo finansowe	-2 066	-6 786	-1 696	-4 936	-5 286
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	133,3	143,3	143,0
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)	32,6	37,3	37,6	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)	5,8	8,0	9,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Przychody	205 094	209 839	215 551	226 967	226 964	228 604	229 729	230 812	231 904	233 005	233 005
EBITDA	58 346	62 341	63 672	66 322	64 837	64 343	64 753	65 210	65 641	65 912	65 912
marża EBITDA	28,4%	29,7%	29,5%	29,2%	28,6%	28,1%	28,2%	28,3%	28,3%	28,3%	28,3%
EBIT	24 896	28 565	29 654	31 615	30 666	29 630	29 438	29 779	29 906	29 844	32 713
Podatek	5 228	5 999	6 227	6 639	6 439	6 220	6 179	6 250	6 275	6 261	6 179
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	-86	-947	-1 140	-2 278	1	-327	-224	-216	-218	-220	-218
FCF	17 519	20 432	21 642	22 942	25 099	24 523	25 151	25 665	26 235	26 733	26 316
PV FCF	17 274	19 045	19 067	19 102	19 748	18 230	17 659	17 013	16 414	15 777	
WACC	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	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

490,70 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

548,60 CZK

+11,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	548,60 CZK	2017-12-01	
poprzednia	akumuluj	512,33 CZK	2017-11-03	
Podstawowe dane				
			CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	+11,2%	+14,1%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+23,6%	+3,0%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	146,7 mln CZK	
MC (mld CZK)	264,0	Średni obrót 6M	176,6 mln CZK	
EV (mld CZK)	414,5	EV/EBITDA 12M fwd	7,7	+14,5%
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	205 093,8	209 839,0	215 550,9
EBITDA	65 265,0	58 206,0	54 757,2	58 661,9	59 901,1
marża EBITDA	31,1%	28,6%	26,7%	28,0%	27,8%
EBIT	28 961,0	26 114,0	24 896,3	28 565,4	29 654,0
Zysk netto	20 739,0	14 281,0	18 281,7	17 688,8	18 241,9
P/E	12,7	18,5	14,4	14,9	14,5
P/BV	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	6,1	7,0	7,6	7,1	6,9
DPS	39,61	39,64	33,00	30,58	29,59
DYield	8,1%	8,1%	6,7%	6,2%	6,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-1,5%	+1,1%	+1,5%
Zysk netto			+2,9%	+4,5%	+5,7%
Energia (EUR/MWh)			+1,9%	+7,8%	+5,6%
EUR/CZK			0,0%	0,0%	0,0%
CO ₂ (EUR/t)			+8,0%	+14,3%	+12,5%

Bilans i CF

(mln CZK)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	72 579	48 953	52 153	54 471	55 433
CFO/EBITDA	111%	84%	95%	93%	93%
Capex	31 909	35 553	35 513	34 963	34 663
Kapitał obrotowy	30 852	40 832	40 918	41 865	43 004
Kapitał własny	267 893	256 812	257 340	258 575	260 897
Dług netto	131 899	140 886	145 968	146 867	146 330
Dług netto/EBITDA (x)	2,0	2,4	2,7	2,5	2,4

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln CZK)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	503 596
Dług netto	160 425
Inne korekty	-50 092
Wycena DCF na akcję (CZK)	544,77

Wycena

(CZK)	waga	cena
Porównawcza	33%	308,44
DYield-porównawcza	17%	866,61
DCF	50%	544,77
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		548,60

Enea trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wyniki za 3Q'17 po oczyszczeniu o wysokie rezerwy na rozwiązane umowy z operatorami farm wiatrowych były zbliżone do naszych oczekiwań, ale rynek najwyraźniej nie doszacował negatywnego wpływu planowego remontu w Kozienicach i pojawiło się negatywne odchylenie od konsensusu. Jednak kurs Enei był w ostatnich tygodniach pod presją nie tylko ze względu na rozczarowanie raportem kwartalnym, ale również z uwagi na osiągnięty kompromis ws reformy ETS (ryzyko wzrostu CO₂), zmiany w konstrukcji rynku mocy (brak koszyków cenowych i dość wysoki limit capex dla bloków ubiegających się o 5-letnie kontrakty mocowe) oraz widoczny spadek marży CDS w przyszłym roku w związku z większymi podwyżkami cen lokalnego węgla. Jeśli chodzi o ten ostatni aspekt to teoretycznie wrażliwość Enei jest ograniczona przez dostawy paliwa z LWB (tylko około 2-2,5 mln ton zakupów spoza Grupy), ale można zakładać, że to m.in. właśnie Enea przyjmując politykę maksymalizacji wolumenów w generacji (uzasadnioną w kontekście uruchomienia wysokosprawnego bloku w Kozienicach) zdusiła ceny energii na rynku. Oznacza to, że wbrew wcześniejszym oczekiwaniom widoczna „hossa” na węglu nie poprawi marży zintegrowanych pionowo wytwórców i dlatego zdecydowaliśmy się na obniżenie prognoz finansowanych dla Enei w kolejnych latach, co przełożyło się na korektę ceny docelowej do 12,82 PLN. W związku z tym mimo ostatnich spadków na kursie, utrzymujemy neutralną rekomendację. Na razie utrzymaliśmy założenie pełnego wykorzystania mocy z nowego bloku, co jest zgodne z aktualnymi deklaracjami Zarządu.

Cena bieżąca

11,89 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,82 PLN

+7,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	12,82 PLN	2017-12-01
poprzednia	trzymaj	14,59 PLN	2017-10-02
Podstawowe dane			
	ENA PW	Zmiana 1M	-19,7% -16,8%
Ticker	PLENEA000013	Zmiana YTD	+28,5% +7,9%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	6,1 mln PLN
MC (mln PLN)	5 248,8	Średni obrót 6M	7,4 mln PLN
EV (mln PLN)	12 200,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,0 -21,8%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	9 848,4	11 255,7	11 417,3	12 249,1	12 202,9
EBITDA	2 129,9	2 327,8	2 602,4	2 922,0	2 853,6
marża EBITDA	21,6%	20,7%	22,8%	23,9%	23,4%
EBIT	-162,1	1 119,3	1 434,5	1 547,4	1 449,4
Zysk netto	-434,9	784,4	990,8	931,7	817,3
P/E	-	6,7	5,3	5,6	6,4
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,7	4,5	4,7	4,3	4,5
DPS	0,47	0,00	0,25	0,34	0,32
DYield	4,0%	0,0%	2,1%	2,8%	2,7%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-3,1%	-3,6%	-1,1%
Zysk netto			-4,1%	-6,4%	-0,3%
Energia (PLN/MWh)			-0,8%	+2,1%	+3,4%
Węgiel (PLN/t)			-0,5%	+3,3%	-0,2%
CO2 (EUR/t)			+8,0%	+14,3%	+12,5%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	1 972	2 520	2 590	2 922	2 854
EBITDA	2 130	2 328	2 602	2 922	2 854
wytwarzanie	895	517	785	1 019	899
wydobycie	114	609	621	715	711
distribucja	1 139	1 111	1 066	1 093	1 146
obrót	126	154	179	165	169
pozostałe	-187	-67	-49	-70	-70
Saldo finansowe	-247	-51	-89	-238	-285
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	10,5	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	2 430	2 578	2 496
CFO/EBITDA	104%	104%	93%	88%	87%
Capex	2 847	2 688	2 514	2 336	2 371
Kapitał obrotowy	1 159	1 132	1 028	1 102	1 220
Kapitał własny	11 338	12 176	13 056	13 839	14 517
Dług netto	3 932	4 379	6 038	6 183	6 483
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	1,9	2,3	2,1	2,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	4,4	4,7	5,9	4,6	4,4	4,4
Maksimum	18,6	16,5	16,0	9,2	8,9	8,9
Mediana	14,8	13,3	11,9	7,1	7,0	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)	160,0	166,0	162,3	160,3	146,7	146,7	146,7	148,7	148,7	148,7	148,7
Węgiel (PLN/t)	204,0	224,4	216,0	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9
CO2 (EUR/t)	5,8	8,0	9,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Przychody	11 417	12 249	12 203	12 162	11 778	11 909	12 116	12 383	12 525	12 633	12 633
EBITDA	2 602	2 922	2 854	2 703	3 000	3 037	3 158	3 352	3 395	3 417	3 417
marża EBITDA	22,8%	23,9%	23,4%	22,2%	25,5%	25,5%	26,1%	27,1%	27,1%	27,0%	27,0%
EBIT	1 435	1 547	1 449	1 282	1 552	1 558	1 609	1 728	1 729	1 772	1 312
Podatek	273	294	275	244	295	296	306	328	329	337	249
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	104	-75	-118	-57	40	-14	-22	-28	-15	-11	-15
FCF	-1 455	217	89	-406	-104	73	633	926	946	923	1 047
PV FCF	-1 447	203	78	-334	-81	53	437	601	577	529	
WACC	6,5%	6,6%	6,6%	6,4%	6,2%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	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	11 750
Dług netto	4 490
Inne korekty	-1 983
Wycena DCF na akcję (PLN)	11,95

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	25,35
DYield-porównawcza	0%	7,24
DCF	100%	11,95
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		12,82

Energa kupuj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Akcje Energi były pod presją w ostatnich tygodniach, co bardziej odzwierciedlało osłabienie generalnego sentymentu do polskiego sektora energetycznego niż realnego negatywnego wpływu ostatnich wydarzeń na perspektywę dla tego koncernu. W naszej opinii wrażliwość Energi zarówno na potencjalny wzrost cen CO₂ związany z reformą ETS jak i widoczną presją na clean dark spread na rynku polskim jest mocno ograniczona z uwagi na fakt, iż zdecydowana większość produkcji z Elektrowni Ostrołęka jest wymuszana przez PSE i wynagradzana według niezależnego mechanizmu usług systemowych. Zmiany w ustawie o rynku mocy dotyczące braku podziału na koszyki (stare, nowe, zmodernizowane moce) paradoksalnie mogą z kolei być pozytywnym katalizatorem dla gdańskiej Spółki, gdyż istotnie utrudniają realizację projektu Ostrołęka C, przede wszystkim jeśli chodzi o finansowanie (możliwe że projekt nie zdąży wystartować w pierwszej aukcji, jedynej z potencjalnie wysoką ceną). Przypominamy, że przedsięwzięcie jest prowadzone przez spółkę celową (kontrakt mocy gwarantujący odpowiedni zwrot z inwestycji na 15 lat byłby mocnym argumentem dla banków). Tymczasem aktualne wyniki finansowe zaskakują in plus na tle branży (jedyna pozytywna niespodzianka w 3Q), a perspektywa na 2018 również wygląda obiecująco z uwagi na zakładaną mocną poprawę w segmencie obrotu (nowelizacja ustawy o OZE i wypowiedzenie umów z farmami wiatrowymi). W najbliższych latach prawie 90% strumienia EBITDA będzie generowane przez bezpieczne segmenty „utilities”, co nie współgra z bardzo niskimi wskaźnikami EV/EBITDA (4,4x). Z uwagi na ostatnie spadki kursu podnosimy rekomendację do kupuj, nieznacznie korygując w górę cenę docelową do 14,81 PLN.

Cena bieżąca

12,09 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,81 PLN

+22,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	14,81 PLN	2017-12-01
poprzednia	akumuluj	14,49 PLN	2017-10-02
Podstawowe dane			
	ENG PW	Zmiana 1M	-9,8% -6,9%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	+35,7% +15,0%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	10,7 mln PLN
MC (mln PLN)	5 006,1	Średni obrót 6M	15,0 mln PLN
EV (mln PLN)	9 587,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,5 -11,5%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	10 804,0	10 181,0	10 540,0	10 788,8	10 904,4
EBITDA	2 213,0	2 027,0	2 035,7	2 195,9	2 260,9
marża EBITDA	20,5%	19,9%	19,3%	20,4%	20,7%
EBIT	1 280,0	487,0	1 056,7	1 210,2	1 250,9
Zysk netto	832,0	151,0	738,8	798,2	799,8
P/E	6,0	33,2	6,8	6,3	6,3
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,0	4,8	4,7	4,3	4,3
DPS	1,44	0,49	0,19	0,27	0,29
DYield	11,9%	4,1%	1,6%	2,2%	2,4%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-0,1%	+0,2%	+0,5%
Zysk netto			-0,2%	+0,5%	+1,1%
Energia (PLN/MWh)			-0,8%	+2,1%	+3,4%
Węgiel (PLN/t)			-0,5%	+3,3%	-0,2%
CO2 (EUR/t)			+8,0%	+14,3%	+12,5%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	2 090	2 040	1 989	2 196	2 261
EBITDA	2 213	2 027	2 036	2 196	2 261
wytwarzanie konw./CHP	164	195	200	178	169
OZE	228	119	129	147	149
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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	1 604	1 782	1 926	1 971	2 055
CFO/EBITDA	72%	88%	95%	90%	91%
Capex	1 602	1 580	1 581	1 561	1 836
Kapitał obrotowy	1 398	1 608	1 543	1 579	1 596
Kapitał własny	8 770	8 777	9 437	10 124	10 803
Dług netto	3 879	4 664	4 532	4 456	4 618
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	2,3	2,2	2,0	2,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	4,4	4,7	5,9	4,6	4,3	4,6
Maksimum	18,6	16,5	16,0	9,2	8,9	8,9
Mediana	14,8	13,3	11,9	7,1	7,0	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)	160,0	166,0	162,3	160,3	146,7	146,7	146,7	148,7	148,7	148,7	148,7
Węgiel (PLN/t)	204,0	224,4	216,0	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9
CO2 (EUR/t)	5,8	8,0	9,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Przychody	10 540	10 789	10 904	11 053	10 909	11 100	11 290	11 392	11 446	11 501	11 501
EBITDA	2 036	2 196	2 261	2 265	2 292	2 334	2 484	2 600	2 601	2 647	2 627
marża EBITDA	19,3%	20,4%	20,7%	20,5%	21,0%	21,0%	22,0%	22,8%	22,7%	23,0%	22,8%
EBIT	1 057	1 210	1 251	1 225	1 217	1 221	1 292	1 386	1 402	1 461	1 172
Podatek	201	230	238	233	231	232	246	263	266	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	65	-36	-17	-22	21	-28	-28	-15	-8	-8	-15
FCF	319	368	171	-179	-166	11	587	872	872	899	935
PV FCF	317	341	147	-144	-124	8	381	527	490	468	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	10 625
Dług netto	4 666
Inne korekty	-210
Wycena DCF na akcję (PLN)	13,89

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	24,80
DYield-porównawcza	0%	5,61
DCF	100%	13,89
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		14,81

PGE akumuluj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Spadek kursu PGE o ponad 20% na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy po części był uzasadniony niekorzystnymi rozstrzygnięciami po stronie regulacji. Przypominamy, że Spółka może być jednym z głównych „poszkodowanych” reformy ETS (potencjalny wzrost cen CO₂ przy relatywnie wysokiej emisyjności w elektrowniach opalanych węglem brunatnym) i zmian w ustawie o rynku mocy (niższe wsparcie dla budowanych 3 dużych bloków węglowych i problem z załapaniem się na 5-letnie „modernizacyjne” wsparcie dla dużej części floty wytwórczej z uwagi na wyśrubowane limity inwestycji na poziomie 0,5 mln PLN/MW). Rozczarowujące były również informacje o możliwym opóźnieniu projektu w Opolu i skali podwyżek cen węgla (10% mimo posiadanej umowy długoterminowej z PGG), które w 2018 roku przełożą się na gorsze wyniki Elektrowni Opolo, Rybnik i ZEDO. Uwzględniając w modelu ostatnie zmiany w otoczeniu obniżamy nasze prognozy i wycenę PGE do 13,2 PLN, ale przy dzisiejszym kursie implikuje to potencjał wzrostu i dlatego podnosimy rekomendację z trzymaj do akumuluj. Wydaje się, że pozytywnym katalizatorem może być planowana na połowę września konferencja ws strategii dla kogeneracji po przejęciu aktywów EDF (być może pojawi się zarys modelu wsparcia, więcej szczegółów finansowych EDF, jakieś projekcje). Zwracamy również uwagę na fakt, że po 4 latach ujemnych przepływów, w przyszłym roku EBITDA wyraźnie przekroczy planowany capex (efekt rozciągnięcia w czasie kluczowych inwestycji), co powinno być pozytywnie przyjęte przez rynek.

Cena bieżąca

11,93 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

13,20 PLN

+10,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	13,20 PLN	2017-12-01	
poprzednia	trzymaj	13,61 PLN	2017-10-02	
Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-10,3%	-7,4%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	+14,2%	-6,5%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	22,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	22 306,5	Średni obrót 6M	25,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	31 930,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,5	-11,0%
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	22 853,7	25 434,1	25 881,5
EBITDA	8 228,0	7 376,0	7 901,6	7 663,8	7 299,4
marża EBITDA	28,8%	26,3%	34,6%	30,1%	28,2%
EBIT	-3 589,0	3 512,0	5 213,2	4 633,8	3 946,6
Zysk netto	-3 032,0	2 568,0	4 023,2	3 407,1	2 773,2
P/E	-	8,7	5,5	6,5	8,0
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,0	3,7	4,0	4,3	4,5
DPS	0,78	0,25	0,00	0,00	0,00
DYield	6,6%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-1,6%	-0,5%	+1,1%
Zysk netto			-2,3%	-0,6%	+2,4%
Energia (PLN/MWh)			-0,8%	+2,1%	+3,4%
Węgiel (PLN/t)			-0,5%	+3,3%	-0,2%
CO2 (EUR/t)			+8,0%	+14,3%	+12,5%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	7 466	6 124	6 622	7 664	7 299
EBITDA	8 228	7 376	7 902	7 664	7 299
wytwarzanie	4 698	4 182	4 414	4 204	3 797
OZE	391	365	328	360	365
dystribucja	2 461	2 230	2 310	2 368	2 403
obróć	610	500	777	659	661
pozostałe	68	99	72	72	72
Saldo finansowe	-167	-238	-237	-420	-518
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	19,3	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	6 777	6 391	7 574	6 556	6 593
CFO/EBITDA	82%	87%	96%	86%	90%
Capex	8 606	7 935	6 780	7 446	5 844
Kapitał obrotowy	3 388	3 325	2 705	3 010	3 063
Kapitał własny	40 321	42 679	46 702	50 109	52 883
Dług netto	2 304	4 909	8 739	10 050	9 818
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,7	1,1	1,3	1,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	4,4	4,7	5,9	4,6	4,3	4,4
Maksimum	18,6	16,5	16,0	9,2	8,9	8,9
Mediana	14,8	13,3	11,9	7,1	7,0	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)	160,0	166,0	162,3	160,3	146,7	146,7	146,7	148,7	148,7	148,7	148,7
Węgiel (PLN/t)	204,0	224,4	216,0	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9
CO2 (EUR/t)	5,8	8,0	9,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Przychody	22 854	25 434	25 882	26 361	24 740	25 001	25 269	25 820	26 105	26 351	26 351
EBITDA	7 902	7 664	7 299	7 155	7 363	7 361	7 338	7 525	7 556	7 537	7 537
marża EBITDA	34,6%	30,1%	28,2%	27,1%	29,8%	29,4%	29,0%	29,1%	28,9%	28,6%	28,6%
EBIT	5 213	4 634	3 947	3 554	3 594	3 414	3 215	3 209	3 031	3 084	3 492
Podatek	991	880	750	675	683	649	611	610	576	586	664
CAPEX	-6 780	-7 446	-5 844	-4 251	-4 091	-4 040	-3 940	-3 992	-4 045	-4 098	-4 045
Kapitał obrotowy	620	-305	-53	-57	192	-31	-32	-65	-34	-29	-34
FCF	-3 636	-968	653	2 173	2 781	2 642	2 756	2 858	2 901	2 824	2 795
PV FCF	-3 613	-891	557	1 713	2 024	1 772	1 704	1 630	1 525	1 369	
WACC	8,0%	7,9%	8,0%	8,1%	8,3%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	30 636
Dług netto	4 909
Inne korekty	-2 597
Wycena DCF na akcję (PLN)	12,37

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	20,90
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	12,37
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		13,20

Tauron trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy kurs Tauronu był pod presją, co jest uzasadnione szeregiem niekorzystnych dla Spółki rozstrzygnięć zarówno po stronie regulacyjnej jak i rynkowej. Koncern ma jeden z wyższych wskaźników emisji dwutlenku węgla na 1 MWh wyprodukowanej energii i praktycznie nie posiada żadnych darmowych uprawnień emisyjnych, tak więc jest szczególnie uwrażliwiony na ewentualny wzrost cen CO₂, który niejako sankcjonuje osiągnięty w listopadzie kompromis w sprawie reformy ETS. Informacje o wyższych podwyżkach cen węgla (+10-15%), które nie są odzwierciedlone w notowaniach energii również mogą obciążyć wyniki TPE relatywnie najmocniej z uwagi na najwyższy odsetek zewnętrznych zakupów paliwa w segmencie wytwarzania. Nie bez znaczenia są też zmiany w konstrukcji rynku mocy, które znacznie ograniczą możliwość ofertowania na aukcjach z dłuższym terminem wsparcia (limity capex dla modernizowanych jednostek). Tegoroczne rozczarowanie w segmencie wydobycia skłania nas także do większej ostrożności przy prognozowaniu poprawy wyników w tym obszarze w kolejnych latach. Uwzględniając presję na clean dark spread w wytwarzaniu korygujemy w dół nasze prognozy (-22%) i obniżamy cenę docelową do poziomu 3,23 PLN/akcję. Przy obecnym kursie mimo ostatniej przeceny nie widzimy więc przesłanek do zmiany naszej neutralnej rekomendacji, szczególnie że Spółka na wskaźniku EV/EBITDA'18 jest wyceniana najwyżej na tle lokalnych konkurentów.

Cena bieżąca

3,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,23 PLN

+4,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	3,23 PLN	2017-12-01
poprzednia	trzymaj	3,64 PLN	2017-10-02
Podstawowe dane			
		TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	-17,3% -14,5%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	+8,8% -11,9%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	8,1 mln PLN
MC (mln PLN)	5 432,9	Średni obrót 6M	10,5 mln PLN
EV (mln PLN)	15 403,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,6 -6,9%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	18 264,4	17 646,5	17 502,2	17 985,1	18 141,6
EBITDA	3 523,2	3 336,8	3 599,1	3 451,5	3 400,6
marża EBITDA	19,3%	18,9%	20,6%	19,2%	18,7%
EBIT	-1 901,2	801,5	1 941,4	1 789,3	1 600,3
Zysk netto	-1 807,4	367,5	1 410,6	1 186,7	947,6
P/E	-	14,8	3,9	4,6	5,7
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,8	4,2	4,3	4,9	5,2
DPS	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	4,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-2,0%	-2,6%	-2,6%
Zysk netto			-4,0%	-5,9%	-7,5%
Energia (PLN/MWh)			+0,1%	-0,8%	+2,1%
Węgiel (PLN/t)			-0,5%	+3,3%	-0,2%
CO2 (EUR/t)			+8,0%	+14,3%	+12,5%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	3 533	3 374	3 396	3 451	3 401
EBITDA	3 523	3 337	3 599	3 451	3 401
wytwarzanie	755	545	416	279	182
OZE	9	-82	-19	180	106
dystribucja	2 372	2 395	2 332	2 408	2 518
obróć	380	490	847	562	570
pozostałe	7	-11	23	23	24
Saldo finansowe	-287	-293	-178	-306	-416
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	19,0	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	3 260	3 141	3 159
CFO/EBITDA	96%	92%	91%	91%	93%
Capex	3 974	3 647	4 368	4 233	3 539
Kapitał obrotowy	706	517	503	517	521
Kapitał własny	16 018	16 649	18 000	19 127	20 014
Dług netto	7 774	8 595	9 943	11 401	12 257
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	2,6	2,8	3,3	3,6

Analiza porównawcza

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

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Energia (PLN/MWh)	160,0	166,0	162,3	160,3	146,7	146,7	146,7	148,7	148,7	148,7	148,7
Węgiel (PLN/t)	204,0	224,4	216,0	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9
CO2 (EUR/t)	5,8	8,0	9,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Przychody	17 502	17 985	18 142	18 554	18 261	18 518	18 780	19 129	19 401	19 613	19 613
EBITDA	3 599	3 451	3 401	3 654	3 922	3 996	4 072	4 189	4 269	4 258	4 258
marża EBITDA	20,6%	19,2%	18,7%	19,7%	21,5%	21,6%	21,7%	21,9%	22,0%	21,7%	21,7%
EBIT	1 941	1 789	1 600	1 886	2 067	2 081	2 100	2 160	2 174	2 205	1 536
Podatek	369	340	304	358	393	395	399	410	413	419	292
CAPEX	-4 368	-4 233	-3 539	-2 682	-2 746	-2 720	-2 684	-2 694	-2 722	-2 724	-2 722
Kapitał obrotowy	14	-14	-4	-12	8	-7	-7	-10	-8	-6	-8
FCF	-1 124	-1 136	-447	602	791	874	981	1 075	1 126	1 110	1 237
PV FCF	-1 108	-1 058	-394	501	620	643	676	693	677	621	
WACC	6,0%	5,8%	5,7%	5,9%	6,2%	6,5%	6,7%	7,0%	7,2%	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	14 707
Dług netto	8 595
Inne korekty	-807
Wycena DCF na akcję (PLN)	3,03

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	7,61
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	3,03
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		3,23

Telekomunikacja, media, IT

Netia

trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Podtrzymujemy neutralne podejście do Netii. Na konferencji po wynikach 3Q'17 spółka zapowiedziała przyspieszenie inwestycji w modernizację infrastruktury. Przypominamy, że plan inwestycyjny zakładał pokrycie szybką siecią 2,6 mln gospodarstw domowych do 2020 r., co ocenialiśmy pozytywnie, jednak z drugiej strony Netia od momentu ogłoszenia (półtora roku temu) prowadziła program w bardzo wolnym tempie, co ocenialiśmy negatywnie, zwłaszcza kiedy konkurencyjny Orange Polska rozbudował swoją sieć FTTH o 2,0 mln gospodarstw domowych. Dodatkowo, wyniki za 3Q'17 były dość dobre jak na sytuację rynkową Netii. Wynik EBITDA spadł tylko o 4,4%, spółka wykazała dalsze nastawienie na cięcie kosztów. Zwracamy także uwagę na spadek poziomu amortyzacji oraz możliwą wypłatę dywidendy ze spółek córek Netii, co zwiększy potencjał do wypłaty dywidendy. Prognozowane przez nas 0,20 PLN na akcję implikuje 5,0% DYield. Zwracamy także na zapowiadany przez prezesa UKE przegląd hurtowych rynków usług szerokopasmowych BSA oraz usług dostępu LLU. Jeśli UKE zdecydowałby się na nałożenie regulacji na operatorów kablowych, byłaby to dobra informacja dla Netii.

Cena bieżąca

4,03 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,00 PLN

-0,7%

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

Podstawowe dane			NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	+5,5%	+8,4%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-4,5%	-25,2%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M		1,4 mln PLN
MC (mln PLN)	1 358,3	Średni obrót 6M		0,8 mln PLN
EV (mln PLN)	1 687,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	+14,1%
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	613,8	41,7	24,3	31,7	38,5
P/BV	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	3,6	3,7	4,4	5,1	5,8
DPS	0,60	0,39	0,38	0,20	0,20
DYield	14,9%	9,8%	9,4%	5,0%	5,0%
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
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 Szpigił

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

W listopadzie notowanie Orange Polska zachowywały się zgodnie z szerokim rynkiem (spadek -1%). Spółka poinformowała o rozpoczęciu negocjacji dot. nowej umowy społecznej. Nowa umowa ma obowiązywać w latach 2018-2019 i będzie określać m. in. liczbę dobrowolnych odejść w tych latach. Spodziewamy się, że Orange może wynegocjować z pracownikami 2 tys. dobrowolnych odejść, podobnie jak w przypadku poprzedniej umowy z końca 2015 r. Takie redukcje zatrudnienia byłyby naszym zdaniem powodem do wzrostów kursu. Dodatkowo zwracamy uwagę na relatywnie dobre wyniki telekomu w 3Q'17. EBITDA wyniosła 776 mln PLN, nieco powyżej założeń rynku. Przy braku istotnych zysków ze sprzedaży nieruchomości i negatywnym wpływie roamingu (ok. 73 mln PLN na linię EBITDA w 3Q'17). Wyniki 3Q'17 uwiarygodniły tezy z naszego czerwcowego raportu analitycznego: (1) Orange zahamował spadki wyników i stabilizuje przychody, (2) oferta konwergentna przynosi pierwsze wymierne efekty, (3) widać nastawienie na redukcję etatów. Na konferencji wynikowej po 3Q'17 łatwo można było zauważyć optymizm Zarządu. Dodatkowo, Orange podwyższył cel całoroczny skorygowanej EBITDA do „około 3 mld PLN” (z 2,8-3,0 mld PLN), co może wzbudzić pozytywne emocje rynku. Zmiana nie jest duża, ale trzeba pamiętać, że to pierwszy oficjalny pozytywny komunikat z Orange Polska od dłuższego czasu. Podtrzymujemy nasze niekonsensusowe pozytywne podejście do spółki. Sądzymy, że spółka jest niedowartościowana, zwłaszcza patrząc na stabilizację na linii EBITDA.

Cena bieżąca

5,45 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,10 PLN

+30,3%

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

Podstawowe dane			OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	+3,0%	+5,9%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	-1,1%	-21,7%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	11,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 150,4	Średni obrót 6M	15,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 568,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	+2,9%
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	28,2	-	93,1	42,6	21,2
P/BV	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	3,2	10,3	4,6	4,7	4,4
DPS	0,50	0,25	0,00	0,00	0,00
DYield	9,2%	4,6%	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

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

	P/E			DYield - RFR		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	8,8	8,6	8,6	5,8%	6,0%	6,3%
Maksimum	3,8	3,7	3,6	-5,7%	-4,6%	-3,6%
Mediana	5,6	5,3	5,2	3,0%	2,8%	3,2%
waga	17%	17%	17%	0%	0%	50%

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%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Agora kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Od początku września notowania Agory uległy 8% przecenieniu, co naszym zdaniem tworzy okazję inwestycyjną. Obecnie Agora jest notowana na EV/EBITDA'17 = 6,7x, z ponad 20% dyskontem do spółek porównywalnych. Agora ma pozornie niższy potencjał do wzrostu (wzrost EBITDA'18 bez one-offów R/R = +1,8% vs. +5,2% peer group). Warto jednak zwrócić uwagę, że w rozbięciu EBITDA segmentu Film i Książka rośnie 12,8% vs. 7,2% peer group, a segment Radio 19,3% vs. 3,4% peer group. Przykładając wskaźniki rynkowe tylko dla tych dwóch segmentów (bez zastosowania premii za wyższy wzrost) szacujemy ich wartość na odpowiednio 12,4 PLN i 4,3 PLN na akcję, co oznacza że są one razem warte ok. 16,7 PLN na akcję, tj. więcej niż aktualna cena giełdowa. Dodatkowo inwestorzy powinni docenić dywersyfikację segmentową Agory oraz silną pozycję bilansową (obecnie stan gotówki netto). Nawet przy większej aktywności M&A Agora utrzyma 0,50 PLN dywidendy i ma potencjał do podwyżki w przyszłych latach. Dodatkowo, chłodzimy niepokój w związku z ustawą o dekoncentracji/repolonizacji mediów w Polsce – sądzimy, że jej wprowadzenie będzie trwać długo i będzie przedmiotem sporów społecznych. Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do spółki.

Cena bieżąca

16,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,00 PLN

+11,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	18,00 PLN	2017-11-23

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	-5,3%	-2,4%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	+29,3%	+8,6%
Liczba akcji (mln)	47,7	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	772,2	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	770,4	EV/EBITDA 12M fwd	6,3	+22,0%
Free float	62,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,2	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 189	1 198	1 163	1 187	1 225
EBITDA	121	115	115	109	116
marża EBITDA	10,2%	9,6%	9,9%	9,2%	9,5%
EBIT	19	17	20	18	29
Zysk netto	13	-17	11	8	18
P/E	60,8	-	69,9	102,2	43,0
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	7,3	7,0	6,7	7,0	6,5
DPS	0,20	0,75	0,45	0,50	0,75
DYield	1,2%	4,6%	2,8%	3,1%	4,6%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
rozpowsz. GW (tys.)	178	161	124	112	109
sprzed. bilety do kin (mln)	9,3	10,8	12,2	13,2	13,9
ATP (PLN)	17,4	18,1	18,6	19,0	19,3
RPH (PLN)	6,4	6,7	6,8	6,9	7,0
Przychody	1 189	1 198	1 163	1 187	1 225
prasa	301	268	235	228	229
film i książka	345	364	415	453	482
reklama zewnętrzna	156	168	162	164	169
internet	151	168	164	163	167
radio	108	113	117	122	126
druk	165	156	103	89	88
wylączenia	-36	-38	-33	-34	-35
EBITDA	121	115	115	109	116
marża	10,2%	9,6%	9,9%	9,2%	9,5%
Zysk netto	12,7	-16,6	11,0	7,6	17,9

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	111	97	92	101	107
CFO/EBITDA	92%	84%	79%	93%	92%
Capex	-90	-89	-60	-68	-51
Aktywa ogółem	1 610	1 569	1 512	1 470	1 446
Kapitał własny	1 153	1 097	1 089	1 073	1 056
Dług netto	93	15	-22	-32	-53
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,1	-0,2	-0,3	-0,5

Analiza porównawcza

	17P	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	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	n/a	n/a	n/a	33%	33%	33%		

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 163	1 187	1 225	1 252	1 285	1 315	1 341	1 369	1 397	1 426	1 454
EBITDA	116	109	116	118	121	125	127	130	132	136	138
marża EBITDA	10,0%	9,2%	9,5%	9,4%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Amortyzacja	97	91	87	83	78	75	71	68	64	63	64
EBIT	20	18	29	35	43	50	56	62	68	73	74
Podatek	4	3	6	7	8	10	11	12	13	14	14
NOPLAT	16	15	24	29	35	41	45	50	55	59	60
CAPEX	-60	-68	-51	-59	-61	-57	-58	-60	-62	-63	-64
Kapitał obrotowy	-8	-2	-3	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-3	-3
FCF	45	36	56	50	50	56	56	55	55	57	58
PV FCF	44	32	47	38	35	37	33	31	28	27	
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	769
Dług netto	37
Inne korekty	39
Wycena DCF na akcję (PLN)	15,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	18,16
DCF	50%	15,70
Cena wynikowa		16,93
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		18,00

Cyfrowy Polsat trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Cyfrowego Polsatu były nieco gorsze niż szeroki rynek w listopadzie'17. Sądzymy, że to reakcja na dość słabe wyniki za 3Q'17. Nawet bez wpływu roamingu zysk EBITDA zaliczył spadek rzędu 5%, co oznacza gorszą dynamikę niż w przypadku Orange Polska (+2%). Przy obecnych poziomach kursu, podtrzymujemy nasze neutralne podejście. Jednocześnie podkreślamy, że nie widzimy katalizatorów do wzrostów. Zwracamy uwagę na wzrost nakładów inwestycyjnych i pierwsze płatności programowe związane z prawami do Ligi Mistrzów i Ligi Europy 2018-22, co osłabi 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 niższy wzrost EBITDA (-0,5% w 2016-18 vs. +7,1% w grupie por.), jak i znikomy DYield (1,5% w 2018 r. vs. 4,1% grupa por.). W długim terminie ryzyko niosą 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. Głównym argumentem 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

24,93 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

24,40 PLN

-2,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	24,40 PLN	2017-11-03

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	-3,9%	-1,1%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	+2,7%	-18,0%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	12,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 943,8	Średni obrót 6M	11,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	27 081,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,6	-8,3%
Free float	33,5%	EV/EBITDA 5Y avg	7,2	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	13,7	18,5	15,1	12,9	11,1
P/BV	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	7,7	7,8	7,5	7,1	6,5
DPS	0,00	0,00	0,32	0,36	0,48
DYield	0,0%	0,0%	1,3%	1,5%	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 kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Wirtualnej Polski były nieco lepsze niż szeroki rynek w listopadzie'17 (+4%). Spółka zaraportowała wyniki za 3Q'17 zgodne z naszymi oczekiwaniami. Większe koszty usług obcych (spowodowane wyższym wzrostem e-commerce w mix EBITDA) są rekompensowane cięciami wynagrodzeń. Podtrzymujemy więc nasze prognozy. Dodatkowo, Zarząd zapowiedział, że strata segmentu TV estymowana wcześniej na 8 mln PLN, będzie niższa. Podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki. W nadchodzących kwartałach spodziewamy się dalszych sukcesów na polu e-commerce. Grupa będzie pracować nad poprawą wyników w obszarze reklamy on-line. Spowolnienie w 9M'17 jest wywołane wg Zarządu przez 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. Jednak podkreślamy, że 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.

Cena bieżąca

44,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

53,00 PLN

+19,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	53,00 PLN	2017-11-03

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	-1,7%	+1,2%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	-15,7%	-36,4%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M		0,4 mln PLN
MC (mln PLN)	1 317,6	Średni obrót 6M		0,9 mln PLN
EV (mln PLN)	1 488,9	EV/EBITDA 12M fwd	9,5	-11,4%
Free float	33,6%	EV/EBITDA 5Y avg	10,7	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	304,2	24,0	24,0	18,1	15,2
P/BV	3,7	3,4	3,2	3,0	2,8
EV/EBITDA	16,1	12,2	11,1	9,1	7,9
DPS	0,00	0,00	1,28	1,36	1,82
DYield	0,0%	0,0%	2,9%	3,1%	4,1%
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 (podwyższona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Asseco Poland od obniżenia naszego zalecenia inwestycyjnego do redukuj na listopada'17 spadły o blisko 7% i były istotnie słabsze niż szeroki rynek. Po takim spadku nasza cena docelowa została osiągnięta, stąd podnosimy zalecenie do trzymaj. Jednak podkreślamy brak katalizatorów do wzrostów. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wyniki za 3Q'17 wypadły słabo: oczyszczony wynik netto był na poziomie 63,5 mln PLN, tj. spadł o blisko 23%. Jak w poprzednich kwartałach, słabo wypadła spółka matka, gdzie zysk EBIT wyniósł 32,4 mln PLN i był niższy R/R o ponad 36%. Kolejna ważna informacja w listopadzie to ogłoszenie wyników przetargu na utrzymanie systemu ZUS. Oferta Comarchu została wybrana, co oznacza że Asseco traci kontakt na przełomie 2018/19, co stanowi główne ryzyko dla naszych prognoz. Jeśli spółka w ciągu 2018 r. nie zagospodaruje zespołu ZUS na inne kontakty IT, wyniki w 2019 r. będą pod presją. Przypominamy też o naszym negatywnym odbiorze pomysłu na utworzenie Asseco International. Inwestor ACP może stracić część kontroli i wpływów z dywidend z prężnie działających podmiotów w grupie AI (jak ASEE i ACE), za to dużą wrażliwość będzie mieć na problemy spółki matki (słaby rynek publiczny + możliwa utrata ZUSu). Rozwój AI z pozyskanych środków przeniesie wymierne efekty dopiero po jakimś czasie.

Cena bieżąca

44,47 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

44,00 PLN

-1,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	44,00 PLN	2017-12-01
poprzednia	redukuj	44,80 PLN	2017-11-03
Podstawowe dane			
		ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	-
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	-
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	4,2 mln PLN
MC (mln PLN)	3 691,0	Średni obrót 6M	6,9 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,8 +0,0%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	11,8 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	7 256	7 932	8 573	8 882	9 146
EBITDA	1 008	1 070	1 029	1 114	1 143
marża EBITDA	13,9%	13,5%	12,0%	12,5%	12,5%
EBIT	745	769	730	810	835
Zysk netto	365	301	249	249	253
P/E	10,1	12,3	14,9	14,8	14,6
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/S	0,51	0,47	0,43	0,42	0,40
DPS	2,90	3,01	3,01	3,01	3,01
DYield	6,5%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	7 256	7 932	8 573	8 882	9 146
zmiana	16,4%	9,3%	8,1%	3,6%	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	4 956	5 141	5 294
rynek wschodnioeur.	106	58	8	0	0
EBIT	745	769	730	810	835
Amortyzacja	263	300	299	305	308
EBITDA	1 008	1 061	1 029	1 114	1 143
marża	13,9%	13,4%	12,0%	12,5%	12,5%
Jednostki stowarzyszone	-208	-242	-343	-407	-423
Podatek	-179	-166	-139	-154	-159
Zysk netto	365	301	249	249	253

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	25,4	22,5	20,8
Maksimum	16,0	14,2	12,4
Mediana	18,4	16,4	15,3
waga	33%	33%	33%

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%

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%	2 209
R-Style Softlab	6x PE	100%	0
Pozostałe	10x PE	0%	104
Razem			3 292
Wycena 1 akcji			39,66

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	44,60
SOTP	50%	39,66
Cena wynikowa		42,13
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		44,80

CD Projekt sprzedaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Wyniki spółki za 3Q'17 były poniżej oczekiwań rynkowych oraz naszych oczekiwań na poziomie EBITDA o 14% (vs. oczekiwania rynkowe). Jednocześnie rezultaty były nieznacznie niższe r/r (przychody -9,8% r/r, EBITDA -4,1% r/r). Przyczyną gorszych wyników było osłabienie się USDPLN r/r w 3Q'17 oraz mniejsza aktywność promocyjna spółki. W 3Q'17 CD Projekt obniżył istotnie koszty sprzedaży w segmencie produkcji gier, (-13,2 mln PLN r/r do 8,6 mln PLN w 3Q'17) co wynikało z niższych nakładów na marketing oraz z korekty części poniesionych kosztów marketingu (zgodnie z zawartymi umowami miały zostać poniesione przez podmioty zewnętrzne). Ponadto w listopadzie pojawiły się doniesienia o problemach spółki przy produkcji gry Cyberpunk 2077 (C2077) (główne zarzuty to brak odpowiedniej organizacji pracy i ryzyko przedłużenia cyklu produkcji nad grą) oraz o odejściu kluczowych pracowników z zespołu pracującego nad C2077. Zarząd spółki nie wystosował bezpośredniego komentarza do zarzutów oraz zapewnił, że produkcja gry przebiega zgodnie z planem. Potencjalne wydłużenie cyklu produkcji gier stanowi istotne ryzyko do naszej wyceny oraz wycen rynkowych oraz mogłoby oznaczać premierę C2077 w roku 2020 (zakładamy premierę w 2019 roku) oraz przesunięcie premiery kolejnej gry AAA poza rok 2021 (strategia spółki zakłada wydanie kolejnej gry do 2021 roku). Biorąc powyższe pod uwagę, uważamy naszą rekomendację sprzedaż za aktualną.

Cena bieżąca

101,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

74,34 PLN

-26,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	74,34 PLN	2017-10-02

Podstawowe dane			CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	-12,7%	-9,8%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+98,4%	+77,8%
Liczba akcji (mln)	95,2	Średni obrót 1M	93,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 664,1	Średni obrót 6M	33,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	9 422,5	EV/EBITDA 12M fwd	22,4	+29,9%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	17,2	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	28,1	38,6	49,4	102,3	10,3
P/BV	18,8	12,4	9,9	9,0	4,8
EV/EBITDA	21,5	29,6	39,0	79,5	7,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		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	-595
Inne korekty	0
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 kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Comarchu od maja'17 spadły o 22% i były gorsze od szerokiego rynku blisko o 26%. To reakcja na istotny spadek wyników w 1H'17 (EBITDA w 1H'17 -60% R/R), który z kolei wynikał ze spadku obrotów wywołanego częściowo zastojem na rynku zamówień publicznych i modelem księgowości Comarchu (spółka dość konserwatywnie podchodzi od kapitalizacji kosztów i rozpoznawania niezafakturowanych obrotów). W 3Q'17 Comarch zanotował pierwszą poprawę przychodów, co przełożyło się na poprawę zysku brutto ze sprzedaży. Zarząd zapowiedział jednocyfrową poprawę portfela zamówień w całym 2017 r., co implikuje mocny 4Q'17 oraz blisko 20% poprawę backlogu w 2018 r. R/R, co powinno przełożyć się na istotny wzrost wyniku EBITDA. Comarch jest notowany na poziomie EV/EBITDA'17 = 10,5x i EV/EBITDA'18=8,1x, tj. z istotnym dyskontem do grupy porównywalnej, co nie jest uzasadnione patrząc na tempo wzrostu wyniku EBITDA (wzrost R/R w 2018 r. = 32,7% vs. 7,1% mediana dla grupy spółek porównywalnych). Zwracamy także uwagę na spadek CAPEXu w 2018 r., co zwiększa prawdopodobieństwo wzrostu dywidendy.

Cena bieżąca

179,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

205,00 PLN

+14,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	205,00 PLN	2017-11-27

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	+0,8%	+3,7%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+4,3%	-16,4%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M		0,4 mln PLN
MC (mln PLN)	1 463,2	Średni obrót 6M		0,9 mln PLN
EV (mln PLN)	1 416,2	EV/EBITDA 12M fwd	8,4	+20,7%
Free float	59,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 132	1 109	1 157	1 353	1 435
EBITDA	167	176	135	179	196
marża EBITDA	14,7%	15,8%	11,6%	13,2%	13,7%
EBIT	113	113	74	117	133
Zysk netto	80	70	60	82	97
P/E	18,2	20,9	24,3	17,9	15,2
P/BV	1,9	1,7	1,6	1,6	1,6
EV/EBITDA	8,4	8,1	10,5	8,1	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%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 132	1 109	1 157	1 353	1 435
TMT	313	276	271	287	296
finanse i bankowość	151	164	211	243	255
handel i usługi	159	183	184	211	236
przemysł i utilities	113	146	156	172	184
sektor publiczny	116	73	64	154	169
SME	209	228	234	248	256
inne	71	39	37	38	39
Zysk brutto na sprzedaży	340	343	299	386	416
marża	30,1%	30,9%	25,8%	28,5%	29,0%
koszty sprzedaży	130	131	130	153	162
koszty ogólnego zarządu	93	101	106	116	120
EBIT	113	113	74	117	133
marża	10,0%	10,2%	6,4%	8,6%	9,3%
Zysk netto	80,3	70,1	60,3	81,6	96,6

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 157	1 353	1 435	1 503	1 555	1 603	1 652	1 703	1 757	1 812	
EBITDA	135	179	196	208	216	223	229	236	242	249	
marża EBITDA	11,6%	13,2%	13,7%	13,8%	13,9%	13,9%	13,9%	13,8%	13,8%	13,7%	
Amortyzacja	61	62	63	64	65	65	66	67	68	70	
EBIT	74	117	133	144	152	157	163	168	174	179	
Podatek	23	35	37	38	40	41	43	44	46	47	
NOPLAT	50	82	97	106	112	116	120	124	128	132	
CAPEX	-112	-57	-57	-60	-61	-63	-65	-66	-68	-70	
Kapitał obrotowy	14	-39	-12	-8	-5	-4	-4	-4	-4	-4	
FCF	13	48	91	102	110	114	118	121	125	128	131
PV FCF	13	44	77	79	79	75	72	68	64	61	
WACC	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%	
Risk-free rate	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	117	88	115	104	147
CFO/EBITDA	70%	50%	85%	58%	75%
Capex	-93	-121	-112	-57	-57
Aktywa ogółem	1 305	1 439	1 526	1 573	1 610
Kapitał własny	781	861	909	909	925
Dług netto	-73	-49	-60	-26	-35
Dług netto/EBITDA (x)	-0,4	-0,3	-0,4	-0,1	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	27,0	23,9	21,9	19,0	16,8	15,4
Maksimum	9,2	11,7	11,8	4,2	4,4	4,8
Mediana	17,5	16,6	15,4	10,9	10,2	9,6
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 580
Dług netto	-37
Inne korekty	15
Wycena DCF na akcję (PLN)	196,93

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	188,36
DCF	50%	196,93
cena wynikowa		192,65
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		205,00

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. Oczyszczona o zdarzenia jednorazowe EBITDA w 3Q'17 była na poziomie naszych oczekiwań (w sumie one off na -22 mln PLN). Podtrzymujemy naszą cenę docelową dla Grupy Famur na poziomie 6,84 PLN/akcja oraz podtrzymujemy kupuj.

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%

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%

Cena bieżąca

5,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,84 PLN

+29,1%

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

Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	-12,8%	-10,0%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	+24,7%	+4,1%
Liczba akcji (mln)	559,4	Średni obrót 1M	2,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 965,0	Średni obrót 6M	1,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 159,3	EV/EBITDA 12M fwd	6,2	+7,7%
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	49,1	27,5	24,5	16,4	12,2
P/BV	2,9	2,6	1,9	1,7	1,5
EV/EBITDA	14,3	10,2	10,0	6,4	5,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,11
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%
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 brutto			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

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%

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

W 3Q'17 wyniki Grupy Kęty okazały się zbliżone do wcześniejszych szacunków Zarządu i naszych prognoz. Dzięki dobremu OCF (97 m PLN w 3Q'17) dług netto wyniósł 391 mln PLN i był na niższym poziomie niż wskazywał Zarząd w swoich szacunkach (440 mln PLN). W 3Q'17 według Zarządu rosnące koszty surowców i pracy przełożyły się na spadek r/r marży EBITDA o 0,6 p.p. Mimo wyższych kosztów produkcji dwa na trzy segmenty zanotowały dwucyfrowy wzrost wartości EBITDA r/r. Przy okazji wyników Zarząd podtrzymał dotychczasową prognozę wyników (oczekiwaliśmy, że ze względu na duże zaawansowanie na poziomie netto prognoza mogłaby być podniesiona). Zarząd oczekuje, że w 4Q'17 obroty segmentu wyrobów wyciskanych wzrosną o 10-15% r/r, systemów aluminiowych o 10-15% r/r, a opakowań giętkich o 20% r/r. Grupa Kęty wyraźnie wyróżnia się na tle polskich spółek przemysłowych przenosząc rosnące koszty produkcji na swoich klientów. W XII'17 Grupa Kęty może pozytywnie reagować na szacunkowe dane Zarządu za 4Q'17. Oczekujemy, że Spółka mogłaby zrealizować wyższy niż prognozuje w całym roku Zarząd wynik netto. Podtrzymujemy naszą cenę docelową na poziomie 414,09 PLN na akcję oraz pozostawiamy naszą rekomendację na niezmiennym poziomie trzymaj.

Cena bieżąca

387,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

414,09 PLN

+7,0%

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

Podstawowe dane			KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	-3,9%	-1,0%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+1,8%	-18,8%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	3,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 672,6	Średni obrót 6M	2,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 319,7	EV/EBITDA 12M fwd	9,2	+0,5%
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	17,4	13,2	14,6	12,7	12,6
P/BV	2,9	2,6	2,7	2,5	2,4
EV/EBITDA	11,6	10,3	9,5	8,4	8,4
DPS	14,41	17,95	30,00	21,20	24,37
DYield	3,7%	4,6%	7,8%	5,5%	6,3%
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 inv.	-206	-270	-200	-200	-200
CAPEX	206	270	200	200	200
Przepływy fin.	-55	-43	-109	-172	-215
Dywidenda/buyback	-136	-170	-285	-201	-231
FCF	85	84	60	170	237
FCF/EBITDA	26%	21%	13%	33%	45%
CFO/EBITDA	80%	80%	57%	71%	82%

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%

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%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Kernel akumuluj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Zarząd przy okazji wyników za 2016/2017 rok ocenił, że tegoroczne zbiory słonecznika na Ukrainie wyniosą około 13 mln ton (-1,5 mln ton r/r). Mniejsze zbiory, szczególnie w środkowo-wschodniej Ukrainie mogą mieć wciąż negatywny wpływ na marżę na tłoczeniu. Spółka zastrzega jednak, że aktualnie około 20% zainstalowanych na Ukrainie mocy pracuje na zerowych bądź negatywnych marżach. Zarząd oczekuje, że w efekcie ruchów konsolidacyjnych, włączeń nieefektywnych mocy oraz wzrostu zasiewu w zachodniej Ukrainie w kolejnych latach nastąpi odbicie marży. Mimo niższych zbiorów w 2017 roku Zarząd zamierza zwiększyć przerób słonecznika do 3,2 mln ton (+0,2 mln ton r/r). W segmencie rolnym Zarząd oczekuje wzrostu kosztów produkcji i mimo wyższego areału niższych zysków. Zdaniem Spółki potrzeba około 2 lat, aby zintegrowane aktywa przynosiły podobne efektywności jak dotychczasowe w Grupie. Zarząd przy okazji wyników przedstawił cel długoterminowy do 2021 roku na wypracowanie 495 mln USD EBITDA w skali Grupy. Głównym kontynuatorem do wyników ma być segment oleju luzem (poprawa marży rynkowych i otwarcie nowych mocy) oraz przeładunku zboża (otwarcie nowego terminalu). Wyniki 1Q'18 (3Q'17) były słabsze od oczekiwań, głównie w efekcie słabszych rezultatów segmentu rolnego oraz niższych rewaluacji aktywów biologicznych. W kolejnym kwartale (2Q'18) baza rezultatów w segmencie produkcji rolnej jest na wysokim poziomie w związku z czym można oczekiwać spadkowej dynamiki wyników. Korygujemy w dół wartość tegorocznej EBITDA o 10%. Podtrzymujemy naszą dotychczasową rekomendację akumuluj, a cenę docelową obniżamy do 57,20 PLN/akcja (wcześniej 58,70 PLN/akcja).

Cena bieżąca

47,51 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

57,20 PLN

+20,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	57,20 PLN	2017-12-01	
poprzednia	akumuluj	58,70 PLN	2017-11-03	
Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-14,6%	-11,7%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	-25,6%	-46,2%
Liczba akcji (mln)	82,4	Średni obrót 1M	16,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 915,2	Średni obrót 6M	7,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	5 725,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	+31,8%
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	2 169	2 591	2 947
EBITDA	397	347	319	236	336
marża EBITDA	17,0%	17,5%	14,7%	9,1%	11,4%
EBIT	328	287	265	183	281
Zysk netto	107	225	179	106	201
P/E	10,0	4,9	6,2	10,4	5,5
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	3,5	4,0	5,1	7,1	4,7
DPS	0,25	0,25	0,24	0,25	0,39
DYield	1,9%	1,9%	1,8%	1,9%	2,9%
Zmiana prognoz			17/18P	18/19P	19/20P
EBITDA			-9,9%	-0,0%	-1,7%
Zysk netto			-18,8%	-0,3%	-2,7%
Marża olej (USD/t)			-16,6%	-0,0%	-0,0%
Pszenica (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	12	18
EBITDA olej luzem	193	113	83	64	95
EBITDA przeładunek	37	37	48	44	67
EBITDA produkcja zbóż	98	146	144	87	141
EBITDA handel zbożami	59	46	23	15	15
Przepływy oper.	405	134	77	203	276
Amortyzacja	68	60	54	53	55
Kapitał obrotowy	134	-127	-212	-22	-43
Przepływy inv.	-24	-61	-223	-100	-110
CAPEX	24	61	182	100	110
Przepływy fin.	-322	-137	173	-140	-148
Dywidenda/buyback	-20	-20	-20	-21	-32
FCF	506	155	-93	105	168
FCF/EBITDA	128%	45%	-29%	45%	50%
CFO/EBITDA	102%	39%	24%	86%	82%

Model DCF

(mln USD)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Marża olej (USD/t)	77	55	79	93	111	114	111	103	94	86	83
Pszenica (USD/t)	159	155	170	190	199	199	199	199	199	200	201
Kukurydza (USD/t)	171	160	175	185	194	194	194	194	194	195	196
Przychody	2 169	2 591	2 947	3 309	3 695	3 803	3 869	3 927	3 985	4 051	4 124
EBITDA	319	236	336	410	467	478	476	461	444	429	425
marża EBITDA	14,7%	9,1%	11,4%	12,4%	12,6%	12,6%	12,3%	11,7%	11,2%	10,6%	10,3%
EBIT	265	183	281	351	411	424	418	405	390	376	367
Podatek	19	8	15	20	24	26	25	24	23	22	49
CAPEX	-182	-100	-110	-110	-45	-47	-50	-52	-55	-57	-57
Kapitał obrotowy	-212	-22	-43	-47	-50	-21	-21	-21	-22	-23	-23
FCF	-93	105	168	233	348	384	380	363	345	327	295
PV FCF	-93	97	133	157	199	185	153	122	98	79	
WACC	16,0%	16,0%	16,2%	16,4%	16,8%	17,3%	17,8%	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	2 009	2 014	2 154
Aktywa trwałe	807	789	888	937	994
Kapitał własny	890	995	1 153	1 180	1 348
Udział mniejszości	1	2	5	5	5
Dług netto	332	276	508	551	484
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,8	1,6	2,3	1,4
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,3	0,4	0,5	0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/ EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	2,1	4,1	4,3	2,2	2,8	4,4
Maksimum	39,1	28,1	14,8	11,7	11,1	8,5
Mediana	13,6	11,5	11,3	7,8	8,0	6,7
waga	30%	20%	0%	30%	20%	0%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 223
Dług netto	508
Inne korekty	2
Wycena DCF na akcję (PLN)	49,89

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	51,92
DCF	50%	49,89
Cena wynikowa		50,91
Koszt kapitału 9M		12,4%
Cena docelowa za 9M		57,20

KGHM redukuje (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Planowany 2-miesięczny przestój Huty Głogów II w 2Q'18 (około 40% mocy rafinacyjnych KGHM) oraz wciąż utrzymujące się 80% wykorzystanie Huty Głogów I (około 45% mocy) według nas przełoży się na dalszy spadek wolumenów wysokomarżowej produkcji miedzi z wsadów własnych w 2018 roku (-1,6% r/r po 4,7% spadku w 2017 roku). Dodatkowo w 1Q'18 władze KGHM prawdopodobnie będą musiały zmierzyć się z rosnącymi oczekiwaniami płacowymi w KGHM Polska Miedź (wzrost płacy zasadniczej zapisanej w układzie zbiorowym oraz dyskusja nad corocznym bonusem i wpływie podatku od wydobycia na jego wielkość) oraz Sierra Gorda (na początku 2019 roku wygasa dotychczasowe porozumienie ze związkami). Naszym zdaniem nieplanowany miesięczny przestój Huty Głogów I w 4Q'17, spadająca w 2H'17 produkcja molibdenu w Sierra Gorda oraz przestój Huty Głogów II w 2Q'18 będzie ciężcy wynikiem 4Q'17-2Q'18. Dodatkowo negatywnie na sentyment wokół miedzi może wpływać wyhamowanie w gospodarce Chin (słabsze ostatnie odczyty PMI, wysoka baza sprzedaży aut z 4Q'16, spadek akcji kredytowej w ostatnich 2 miesiącach). Podtrzymujemy naszą rekomendację redukuje dla akcji Grupy KGHM.

Cena bieżąca

106,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

103,08 PLN

-3,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	103,08 PLN	2017-11-23

Podstawowe dane			KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	-9,0%	-6,2%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+16,1%	-4,5%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	75,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	21 360,0	Średni obrót 6M	76,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	29 084,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-18,9%
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	19 560	21 427	22 408
EBITDA skor.	4 710	4 666	5 505	4 595	5 472
marża EBITDA	23,5%	24,4%	28,1%	21,4%	24,4%
EBIT skor.	2 767	2 968	3 836	2 869	3 630
Zysk netto skor.	1 786	1 555	2 955	2 029	2 602
P/E skor.	12,0	13,7	7,2	10,5	8,2
P/BV	1,1	1,4	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA skor.	6,0	6,2	5,3	6,0	4,8
DPS	4,00	1,50	1,00	2,35	5,07
DYield	3,7%	1,4%	0,9%	2,2%	4,7%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Miedź (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Srebro (USD/oz)			0,0%	0,0%	0,0%
Molibden (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	421	376	358	352	405
Cu KGHM Int (tys. ton)	98	90	81	79	69
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	25	52	52	53	53
Srebro Grupa (ton)	1 293	1 207	1 248	1 317	1 343
Złoto Grupa (tys. troz)	195	229	220	211	173
Przepływy oper.	4 163	4 212	2 517	4 465	5 261
Amortyzacja	1 943	1 698	1 669	1 726	1 842
Kapitał obrotowy	-85	386	-1 575	637	744
Przepływy inw.	-4 906	-3 948	-2 591	-2 552	-2 878
CAPEX	4 867	3 922	2 591	2 552	2 878
Przepływy fin.	729	135	-273	-543	-1 087
Dywidenda/buyback	-800	-300	-200	-470	-1 015
FCF	-3 155	186	574	1 835	2 305
FCF/EBITDA	-176%	5%	13%	40%	42%
CFO/EBITDA	4%	1%	1%	2%	4%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Miedź (USD/t)	6 092	6 650	6 750	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800
Srebro (USD/oz)	17,1	16,5	16,5	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
Molibden (USD/t)	15 568	15 600	15 600	15 600	15 600	15 600	15 600	15 600	15 600	15 600	15 600
Przychody	19 560	21 427	22 408	23 228	22 957	22 837	22 742	22 635	21 355	21 374	21 411
EBITDA	4 468	4 595	5 472	6 145	5 761	5 604	5 471	5 339	4 945	4 849	4 882
marża EBITDA	14,3%	13,4%	16,2%	18,1%	16,2%	15,1%	14,0%	13,0%	11,5%	10,7%	10,5%
EBIT	2 799	2 869	3 630	4 211	3 710	3 445	3 173	2 936	2 455	2 277	2 258
Podatek	765	845	1 033	1 171	1 061	1 009	955	908	814	780	776
CAPEX	-2 591	-2 552	-2 878	-2 331	-2 377	-2 425	-2 473	-2 523	-2 573	-2 625	-2 625
Kapitał obrotowy	-1 575	637	744	-7	2	1	1	1	11	0	0
FCF	574	1 835	2 305	2 637	2 325	2 172	2 043	1 909	1 570	1 444	1 481
PV FCF	571	1 698	1 978	2 095	1 714	1 485	1 298	1 126	862	736	
WACC	7,3%	7,4%	7,6%	7,8%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	36 764	33 442	35 700	37 759	39 609
Aktywa trwałe	30 448	27 202	28 124	28 950	29 987
Kapitał własny	20 211	15 772	17 922	19 481	21 069
Udział mniejszości	203	139	139	139	139
Dług netto	6 554	7 238	7 585	6 215	4 920
Dług netto/EBITDA (x)	3,7	2,1	1,7	1,4	0,9
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	8,1	8,3	8,9	3,8	4,2	3,7
Maksimum	24,0	20,3	19,5	12,9	10,5	9,8
Mediana	14,9	12,6	12,7	6,3	6,0	5,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	13 562
Dług netto	7 238
Inne korekty	553
Wycena DCF na akcję (PLN)	83,01

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	110,91
DCF	50%	83,01
Cena wynikowa		96,96
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		103,08

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. 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 niestabilna pogoda w Wielkiej Brytanii na początku sezonu zimowego (liczne sztormy i huragany). Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową dla Grupy Stelmet na poziomie 28,94 PLN na akcję oraz rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

18,55 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

28,94 PLN

+56,0%

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

Podstawowe dane			STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	-13,7%	-10,8%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	-39,6%	-60,2%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	544,7	Średni obrót 6M		0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	723,3	EV/EBITDA 12M fwd	7,5	-9,3%
Free float	15,0%	EV/EBITDA 5Y avg	8,3	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	8,0	7,6	21,2	11,5	8,2
P/BV	1,6	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	8,5	8,9	11,9	7,3	5,4
DPS	1,07	0,29	0,00	0,00	0,81
DYield	5,8%	1,6%	0,0%	0,0%	4,3%
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%

Bilans

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

Analiza porównawcza

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

Model DCF

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Budownictwo

Budimex

kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

W listopadzie widać było wzmożoną aktywność GDDKiA pod kątem nowych przetargów drogowych. Budimeksowi udało się w tym okresie złożyć jedną najkorzystniejszą ofertę drogową na 608 mln PLN, a w kilku postępowaniach przetargowych znajduje się na drugim miejscu. Ponadto w listopadzie miał miejsce wybór oferty Budimeksu o wartości 735 mln PLN w przetargu dotyczącym dokończenia budowy zbiornika przeciwpowodziowego Racibórz Dolny (oferta Budimeksu nie była w tym postępowaniu najtańsza). Sukcesy spółki w budowie portfela zamówień mogły stać za wzrostem kursu spółki w ostatnich dniach. Z drugiej strony, wcześniejszy silny spadek kursu po wynikach za 3Q był zaskakujący. Wyniki spółki za 3Q'17 były bardzo dobre. Spółka utrzymała wysoką dynamikę zysku i jest na dobrej drodze, by zrealizować tegoroczny konsensus i poprawić ubiegłoroczny wynik 410 mln PLN zysku netto. Argumenty wspierające naszą rekomendację Budimeksu są niezmiennie: (1) Konserwatywna polityka rachunkowości w przeszłości i wysokie saldo rezerw, (2) silna pozycja gotówkowa i wysoki potencjał dywidendowy, (3) wysoki portfel zamówień. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj dla akcji Budimeksu.

Cena bieżąca

201,15 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

267,00 PLN

+32,7%

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

Podstawowe dane			BDX PW	vs. WIG
Ticker	BDX PW	Zmiana 1M	-8,2%	-5,3%
ISIN	PLBUDMX00013	Zmiana YTD	+9,9%	-10,7%
Liczba akcji (mln)	25,5	Średni obrót 1M	1,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 135,4	Średni obrót 6M	2,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 710,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	-36,6%
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	21,8	12,5	11,3	11,7	12,3
P/BV	8,6	6,4	5,9	5,9	6,1
EV/EBITDA	8,9	4,7	4,5	5,1	5,9
DPS	6,11	8,14	14,99	17,38	17,24
DYield	3,0%	4,0%	7,5%	8,6%	8,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

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

Model DCF

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

Przepływy pieniężne

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Elektrobudowa kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Mimo słabszego kwartału Zarząd Elektrobudowy podtrzymał prognozę ZN'17=51 mln PLN, która jest o 4% wyższa od naszej. To wskazywałoby, że relatywnie niskie wyniki 3Q'17 powinny wyraźnie odbić w ostatnim kwartale roku do poziomu ok. 20 mln PLN (zysk netto). Patrząc na sam 3Q'17, przyczynami braku realizacji naszych prognoz były (1) niskie przychody w segmentach realizacji projektów i automatyki (2) słaba rentowność w segmencie produkcji. Poza powyższymi dwoma kwestiami, P&L Elektrobudowy nie przyniósł niespodzianek. Do samego bilansu nie mamy zastrzeżeń. Pozytywnie oceniamy utrzymanie wysokiej pozycji gotówkowej netto, która na koniec września wyniosła 92 mln PLN (nie licząc lokat o wartości 30 mln PLN, znajdujących się w należnościach) vs. 36 mln PLN na koniec września 2016 r. Saldo wyceny kontraktów budowlanych (z przewagą zobowiązań) spadło do najniższego poziomu od 17 kwartałów. Łącznie kwoty należne od odbiorców na kontaktach PSE (Stacje Skawina i Byczyna) spadły do około 50 mln PLN vs. 200 mln PLN rok wcześniej. Saldo rezerw utrzymało się powyżej 50 mln PLN. Największym problemem Elektrobudowy pozostaje niska liczba zamówień na rynku i kurczący się backlog, który w samym 3Q'17 spadł o 11% do 932 mln PLN. Podtrzymujemy opinię, że ostatnie spadki kursu Elektrobudowy poszły za daleko. Kurczący się backlog bezspornie jest problemem dla spółki i sprawia, że nasze prognozy 2017-19 wyglądają optymistycznie. Uważamy, że ich usprawiedliwieniem są wspomniane wcześniej rezerwy, które pomogą przetrwać Elektrobudowie okres spadku portfela zamówień. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

86,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

134,00 PLN

+55,8%

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

Podstawowe dane			ELB PW	vs. WIG
Ticker	ELB PW	Zmiana 1M	-16,3%	-13,4%
ISIN	PLELTBD00017	Zmiana YTD	-15,2%	-35,9%
Liczba akcji (mln)	4,7	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	408,3	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	320,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-37,8%
Free float	34,9%	EV/EBITDA 5Y avg	6,7	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	8,1	7,4	8,3	8,7	8,9
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	4,5	4,1	4,3	4,5	4,3
DPS	0,00	4,00	10,00	6,24	7,88
DYield	0,0%	4,7%	11,6%	7,3%	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.
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

Mimo wyników 3Q zbliżonych do konsensusu i naszych prognoz, kurs akcji Erbudu spadł około 10% m/m i znalazł się na poziomach ostatni raz obserwowanych w 2012 r. Uważamy, że perspektywy Erbudu są lepsze niż wskazuje na to zachowanie kursu. Portfel zamówień w kwocie 2,12 mld PLN jest zbliżony q/q. Backlog spółki utrzymuje się już od 5 kwartałów w przedziale 2,0-2,2 mld PLN. Spółka poinformowała, że wartość portfela, przypadająca na 4Q'17 wynosi 539 mln PLN. Potwierdzają się zatem nasze obawy, o których pisaliśmy w Przeglądzie Miesięcznym z 3 listopada, że realizacja części zaplanowanych prac na kontraktach przesunie się na 2018 r. Była to główna przyczyna obniżenia naszej prognozy ZN'17 do 26,6 mln PLN. Jeśli prezentowany obecnie backlog na Q4 zostanie w całości zrealizowany, końcówka roku w wykonaniu Erbudu powinna być mocna, a nasza prognoza ZN'17, zrealizowana. Kiepskie warunki pogodowe w grudniu mogłyby jednak te plany pokrzyżować, stąd nie mamy dużego komfortu z naszą prognozą na bieżący rok. Rekomendujemy kupno akcji Erbudu.

Cena bieżąca

22,04 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

29,80 PLN

+35,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	29,80 PLN	2017-11-03

Podstawowe dane			ERB PW	vs. WIG
Ticker	ERB PW	Zmiana 1M	-18,4%	-15,5%
ISIN	PLERBUD00012	Zmiana YTD	-17,5%	-38,2%
Liczba akcji (mln)	12,8	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	282,4	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	202,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	-24,4%
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	1 830,4	1 920,9	1 942,2
EBITDA	62,1	56,7	53,1	54,6	55,1
marża EBITDA	3,5%	3,2%	2,9%	2,8%	2,8%
EBIT	51,5	45,8	42,7	44,1	44,5
Zysk netto	27,8	1,8	26,6	29,5	29,7
P/E	10,1	157,7	10,6	9,6	9,5
P/BV	0,9	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	3,5	2,4	3,8	4,2	3,9
DPS	0,51	1,68	1,17	1,04	1,84
DYield	2,3%	7,6%	5,3%	4,7%	8,4%
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	1 830	1 921	1 942
budownictwo ogólne	1 131	1 424	1 482	1 547	1 553
inżynieryjno-drogowy	331	142	117	119	122
energetyczny	254	215	232	255	268
Marża EBIT	2,9%	2,6%	2,3%	2,3%	2,3%
budownictwo ogólne	2,9%	2,6%	2,4%	2,1%	2,1%
inżynieryjno-drogowy	3,0%	4,6%	3,3%	1,7%	1,7%
energetyczny	-0,4%	1,1%	1,0%	3,6%	3,9%
Gotówka	254	257	242	216	231
Dług netto	-82	-153	-89	-63	-79
Dług netto / EBITDA	-1,3	-2,7	-1,7	-1,2	-1,4
WC netto	126	38	105	147	138
WC netto / przychody	7,2%	2,1%	5,8%	7,7%	7,1%
Kapitał własny	299	252	281	297	303
ROE	9,7%	0,7%	10,0%	10,2%	9,9%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	19	75	-22	4	55
Amortyzacja	11	11	10	10	11
Kapitał obrotowy	-20	14	-55	-42	9
CF inwestycyjny	-9	24	-19	-11	-12
CAPEX	-8	-4	-10	-11	-12
CF finansowy	36	-64	25	-18	-29
Dywidenda	-7	-22	-15	-13	-24

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	6,2	5,7	4,6	-38,8	3,5	2,7
Maksimum	848,5	20,6	18,7	20,1	9,7	9,4
Mediana	14,2	12,3	10,5	6,1	5,5	5,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 830	1 921	1 942	1 921	1 949	1 988	2 027	2 068	2 109	2 152	2 195
EBITDA	53	55	55	52	51	52	53	54	55	56	58
marża EBITDA	2,9%	2,8%	2,8%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Amortyzacja	10	10	11	11	11	11	12	12	12	12	12
EBIT	43	44	44	41	40	41	42	43	44	44	45
Podatek	10	10	10	9	9	9	9	9	10	10	10
NOPLAT	33	34	35	32	31	32	33	33	34	35	35
CAPEX	-19	-11	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-13
Kapitał obrotowy	-55	-42	9	2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-31	-9	43	32	28	29	29	30	30	31	32
PV FCF	-30	-8	36	25	20	19	18	17	16	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	359
Dług netto	-138
Inne korekty	-149
Wycena DCF na akcję (PLN)	27,20

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	28,70
DCF	50%	27,20
Cena wynikowa		28,00
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		29,80

Unibep kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Unibep zrealizował w 3Q'17 nasze prognozy ZN, podtrzymując dodatnią dynamikę wyników 15. kwartał z rzędu. Struktura wyników była jednak nietypowa. Na EBITDA wynik okazał się o 30-40% niższy od prognoz. Po raz kolejny w tym roku znaczna część zysku znajduje się w działalności finansowej, co między innymi, ma związek z zyskami na instrumentach zabezpieczających kontrakty oraz zyskami z inwestycji JV. Strata segmentu drogowego w 3Q'17 okazała się wyższa od naszych prognoz (-5,5 mln PLN vs. -1,1 mln PLN). Odpowiednio wyższe okazały się natomiast zyski z projektów JV (deweloperka). Zadłużenie Unibepu utrzymuje się na niskim poziomie. Na koniec września spółka miała 11 mln PLN długu netto vs. 59 mln PLN długu rok temu. Podsumowując, wyniki Unibepu oceniamy neutralnie. Wprawdzie zysk minionego kwartału koncentrował się w innych obszarach niż zakładaliśmy, niemniej "bottom line" prezentuje się dobrze i pozwala realnie oczekiwać realizacji naszej rocznej prognozy oczyszczonego ZN=37 mln PLN. Podkreślamy znaczenie słowa „oczyszczonego” w kontekście ZN'17. Pod koniec listopada Unibep poinformował o negatywnej decyzji norweskiego sądu w sporze toczącym się od kilku lat, który szacunkowo może obciążyć wyniki spółki kwotą ok. 6 mln PLN w 4Q'17. Portfel zamówień na 2018 r. wynosi 1,4 mld PLN i w 75% wypełnia naszą prognozę, co dobrze wróży naszym szacunkom na 2018 r. (ZN=45 mln PLN, P/E=7,5x). Rekomendujemy kupno akcji Unibepu.

Cena bieżąca

9,79 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,00 PLN

+43,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	14,00 PLN	2017-11-03

Podstawowe dane			UNI PW	vs. WIG
Ticker	UNI PW	Zmiana 1M	-17,7%	-14,9%
ISIN	PLUNBEP00015	Zmiana YTD	-6,3%	-27,0%
Liczba akcji (mln)	35,1	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	343,3	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	354,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,9	-19,4%
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	1 627,0	1 821,7	1 907,5
EBITDA	31,3	41,8	50,1	63,9	68,6
marża EBITDA	2,5%	3,3%	3,1%	3,5%	3,6%
EBIT	23,5	33,3	40,6	55,0	59,6
Zysk netto	23,6	31,6	36,7	44,9	46,0
P/E	14,6	10,9	9,3	7,6	7,5
P/BV	1,6	1,5	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	9,4	8,5	7,1	5,3	4,9
DPS	0,15	0,17	0,19	0,30	0,45
DYield	1,5%	1,7%	2,0%	3,1%	4,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 243	1 249	1 627	1 822	1 907
budownictwo	994	994	1 272	1 431	1 490
produkcja	134	156	191	220	242
deweloperka	114	99	164	171	176
MBNS	5,4%	6,7%	6,0%	6,2%	6,3%
budownictwo	4,2%	5,2%	3,9%	4,5%	4,7%
produkcja	5,3%	6,4%	8,7%	9,0%	8,5%
deweloperka	15,7%	22,7%	18,8%	17,0%	16,0%
Gotówka	130	150	90	98	87
Dług netto	-50	8	7	-8	-17
Dług netto / EBITDA	-1,6	0,2	0,1	-0,1	-0,2
WC netto	3	64	101	121	143
WC netto / przychody	0,2%	5,1%	6,2%	6,6%	7,5%
Kapitał własny	217	233	260	294	325
ROE	11,3%	14,0%	14,9%	16,2%	14,9%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 627	1 822	1 907	1 885	1 905	1 939	1 973	2 008	2 043	2 084	2 126
EBITDA	50	64	69	66	66	66	66	67	67	68	70
marża EBITDA	3,1%	3,5%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Amortyzacja	10	9	9	9	9	9	9	9	9	9	10
EBIT	41	55	60	57	56	57	57	57	58	59	60
Podatek	10	13	14	13	13	13	13	13	13	14	14
NOPLAT	31	42	46	44	43	44	44	44	44	45	46
CAPEX	-9	-10	-10	-10	-9	-9	-9	-9	-9	-10	-10
Kapitał obrotowy	-22	-20	-22	2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Inne	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	15	22	23	45	41	40	41	41	41	42	43
PV FCF	14	20	19	35	29	26	25	23	21	20	
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%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	40	-14	10	32	33
Amortyzacja	8	9	10	9	9
Kapitał obrotowy	27	-37	-22	-20	-22
CF inwestycyjny	-30	-9	8	0	-3
CAPEX	-3	-8	-9	-10	-10
CF finansowy	-10	42	-82	-23	-41
Dywidenda	-5	-6	-7	-11	-16

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	6,2	5,7	4,6	-38,8	3,5	2,7
Maksimum	848,5	20,6	18,7	20,1	9,7	9,4
Mediana	14,2	12,3	10,8	5,5	5,4	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)	541
Dług netto	14
Inne korekty	-30
Wycena DCF na akcję (PLN)	14,20

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	12,20
DCF	50%	14,20
Cena wynikowa		13,20
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		14,00

Deweloperzy

Atal akumuluj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Wyniki Atalu za 3Q'17 były zbliżone do naszych prognoz na poziomie EBIT i ZN i nie wpływają na całoroczne szacunki. Krótkiego komentarza wymaga jednak struktura wyniku. W 3Q'17 marża deweloperska wyniosła 26% vs. 31% w 1H'17. Niższa marża jest następstwem rozliczenia kilku słabszych projektów, a nie ogólnej presji kosztowej. W 4Q'17 liczymy na powrót marży w okolicie 30%. Wciąż otwartą kwestią jest liczba mieszkań, które Atal rozliczy w wynikach 4Q. W ostatnim kwartale roku deweloper planuje zakończyć budowę 8 projektów na 867 lokali. W przypadku 3 projektów budowa wciąż trwa, co stanowi ryzyko dla realizacji prognoz Zarządu odnośnie liczby lokali przekazanych w tym roku (2500-2700). W naszej ocenie przekazania w 2017 będą niższe niż oczekuje spółka i wyniosą ok. 2400 szt. Nie powinno to przeszkodzić Atalowi w realizacji prognozy Zarządu dotyczącej ZN'17: 175-190 mln PLN, gdyż na przestrzeni całego 2017 r. spółka utrzymuje wysokie marże deweloperskie i niskie koszty administracyjne. Pozytywnie oceniamy spadek zadłużenia netto Atalu na koniec września do 274 mln PLN (dług netto/kapitał własny=36%) vs. 353 mln PLN na koniec czerwca. Atal utrzymuje niskie wskaźniki zadłużenia, mimo że bieżący rok jest dla spółki rekordowy pod względem zakupów ziemi. Po 9 miesiącach Atal wydał na ten cel 185 mln PLN, płacąc za PUM średnio 771 PLN. Upatrujemy w tym szansę na wyższy od naszych założeń (80%) wskaźnik wypłaty dywidendy, gdyż spółka nie ma pilnych potrzeb inwestycyjnych. DYield'18 mógłby wtedy wzrosnąć do ponad 10%. Nie zmieniamy 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. wlas.	32%	47%	29%	35%	36%
Zapasy	882	1 132	1 184	1 246	1 342
Zapasy/przychody	389%	223%	130%	133%	137%
Zaliczki	184	231	272	245	264
Zaliczki/zapasy	21%	20%	23%	20%	20%
Kapitał własny	623	688	805	847	899
ROE	10,8%	14,4%	26,4%	23,6%	24,3%

Model DCF

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

Cena bieżąca

40,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

45,00 PLN

+11,1%

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

Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	-6,7%	-3,8%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+50,4%	+29,7%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M		0,6 mln PLN
MC (mln PLN)	1 567,9	Średni obrót 6M		0,7 mln PLN
EV (mln PLN)	1 792,9	EV/EBITDA 12M fwd	7,7	-6,2%
Free float	11,2%	EV/EBITDA 5Y avg	8,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

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

Wyniki operacyjne Capital Park zgodnie z oczekiwaniami uległy poprawie w 3Q'17. NOI wzrósł o 21% r/r, a oczyszczony EBIT o 10% r/r. Pozytywne zaskoczenie w 3Q'17 dotyczyło rewaluacji nieruchomości (47 mln PLN vs. prognoza: 38 mln PLN), co nie ma jednak większego znaczenia dla naszej oceny wyników. Zdecydowana większość wyniku z rewaluacji jest pochodną różnic kursowych (umocnienie EUR/PLN o ok. 2% w samym 3Q'17). Przy braku większych zaskoczeń w wynikach, coraz większą wagę przywiązujemy do wydarzeń związanych z realizacją inwestycji ArtN, która docelowo ma zwiększyć NOI spółki o 66 mln PLN. W listopadzie Capital Park zawarł z Bankiem Pekao umowę kredytu o wartości 159,3 mln EUR, finansującego budowę powyższej inwestycji. Szacujemy, że brakujący wkład własny na realizację inwestycji ArtN to około 60-80 mln PLN. Na koniec września spółka dysponowała gotówką w wysokości 130 mln PLN, z czego ok. 80 mln PLN to środki, którymi Capital Park może swobodnie dysponować. Powyższe nadwyżki pieniężne nie dają wprawdzie dużego komfortu przy realizacji tak dużej inwestycji jak ArtN, niemniej powinny być wystarczające, by spółka mogła zrealizować inwestycję bez konieczności dezinvestycji, tym bardziej, że obecnie Capital Park generuje FFO na poziomie ok. 10 mln PLN kwartalnie. Realizacja inwestycji rozpoczęła się w listopadzie br. i powinna zakończyć się za około 3 lata. Rekomendujemy kupno akcji Capital Park.

Cena bieżąca

5,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,09 PLN

+39,5%

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

Podstawowe dane			CPG PW	vs. WIG
Ticker	CPG PW	Zmiana 1M	+5,6%	+8,5%
ISIN	PLCPPRK00037	Zmiana YTD	-7,9%	-28,6%
Liczba akcji (mln)	107,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	625,5	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 802,7	EV/EBITDA 12M fwd	16,5	-36,6%
Free float	19,1%	EV/EBITDA 5Y avg	26,0	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	13,9	20,6	41,4	7,6	7,7
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	15,6	14,2	117,9	13,6	15,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,10	0,15
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%	2,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
FFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
BPS			0,0%	0,0%	0,0%
EUR/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

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

Przepływy pieniężne

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

Analiza porównawcza

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

Wycena metodą NAV

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

Podsumowanie NAV

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

Wycena

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

Dom Development kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Listopad nie wniósł nowych informacji, które mogłyby zmienić naszą opinię nt. akcji Dom Development. Spółka opublikowała wyniki 3Q już pod koniec października. Dla przypomnienia, były one o około 10% wyższe od rynkowego konsensusu. Sama konferencja z Zarządem również pozostawiła dobre wrażenie nt. rynku mieszkaniowego i perspektyw Dom Development. Tym bardziej zaskakujący jest spadek kursu spółki o około 10% m/m. W naszej ocenie Dom jest na dobrej drodze by zrealizować nasze prognozy na 2017 r., co przy bieżącym kursie oznacza DYield'18 ok. 10%. Nie obawiamy się również o nasze szacunki na 2018 r. Zaprezentowana na początku października sprzedaż mieszkań w 3Q (1081 szt., +53% r/r) oraz aktualny harmonogram kończenia budów uzasadniają nasze prognozy ponad 20% wzrostu zysku netto w przyszłym roku. Niewykluczone, że inwestorzy obawiają się o ekspansję spółki we Wrocławiu. Na rynku pojawiły się plotki o wysokich cenach płaconych przez Dom Development za grunty w stolicy Dolnego Śląska. Jeśli plotki te są prawdziwe, świadczyłoby to o dużym przekonaniu Zarządu Dom Development w trwałość bieżącej koniunktury na rynku nieruchomości. Niezależnie, od tego, czy projekty wrocławskie okażą się dla spółki sukcesem, nie były one uwzględniane w naszych szacunkach wyników na lata 2018-2019. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj dla akcji Dom Development.

Cena bieżąca

74,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

101,10 PLN

+36,6%

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

Podstawowe dane			DOM PW	vs. WIG
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	-12,7%	-9,8%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	+35,4%	+14,8%
Liczba akcji (mln)	24,9	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 840,3	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 848,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,5	-44,8%
Free float	24,5%	EV/EBITDA 5Y avg	11,7	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	22,7	14,6	9,5	7,9	8,1
P/BV	2,1	2,0	1,8	1,8	1,8
EV/EBITDA	18,5	11,0	7,6	6,3	6,7
DPS	2,25	3,25	5,05	7,77	9,40
DYield	3,0%	4,4%	6,8%	10,5%	12,7%
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.
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 (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Po czterech spadkowych miesiącach, kurs akcji Echo odbił się w listopadzie od lokalnego dołka. Wciąż znajduje się on jednak znacznie poniżej szacowanej przez nas ceny docelowej. Wynik 3Q'17 był ostatecznie wyższy od naszych prognoz, choć pewnym zaskoczeniem była dla nas struktura zysku - relatywnie niska marża segmentu mieszkaniowego (23%) oraz wyższy od oczekiwań zysk z wyceny nieruchomości komercyjnych. Osiągnięta w pierwszych 9M'17 marża na sprzedaży mieszkań (22%) jest wyraźnie niższa od szacowanej (przez spółkę) rentowności portfela projektów w budowie (31%). Obecnie nie wyciągamy z tego faktu daleko idących wniosków, gdyż dopiero w 4Q'17 Echo rozliczy w wynikach większą liczbę lokali (w tym z potencjalnie wysokomarżowych projektów warszawskich). Segment komercyjny, reprezentowany głównie w pozycji „aktualizacja wartości nieruchomości” prezentuje jak dotąd wyniki przewyższające nasze oczekiwania. Nasza prognoza całorocznej rewaluacji (231 mln PLN) jest wykonana w 98%. Rynek inwestycyjny jest aktywny, a ceny osiągane za nieruchomości komercyjne, wysokie. Przykładem z ostatnich dni jest sprzedaż przez Skanska biurowca przy Rondzie Daszyńskiego w Warszawie za ok. 3950 EUR/m². Dla porównania, nasza wycena (uwzględniona w prognozach) projektów biurowych w inwestycji Browary Warszawskie to ok. 3300 EUR/m². Nasza tegoroczna prognoza EBIT jest zrealizowana po 9M'17 w 80% a prognoza ZN w 78%. Widzimy duże szanse na jej wykonanie przez spółkę. Rekomendujemy kupno akcji Echo Investment.

Cena bieżąca

4,62 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,42 PLN

+39,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	6,42 PLN	2017-10-02

Podstawowe dane			ECH PW	vs. WIG
Ticker	ECH PW	Zmiana 1M	-11,0%	-8,1%
ISIN	PLECHPS00019	Zmiana YTD	-1,7%	-22,4%
Liczba akcji (mln)	412,7	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 906,6	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 945,0	EV/EBITDA 12M fwd	8,3	-48,6%
Free float	14,4%	EV/EBITDA 5Y avg	16,2	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
Rewaluacja	751,3	560,1	230,7	366,6	338,8
Zysk netto	514,1	387,7	305,8	301,0	358,1
P/E	3,7	4,9	6,2	6,3	5,3
P/BV	0,5	1,2	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	5,6	3,7	11,3	6,7	7,1
DPS	0,00	5,96	0,66	0,50	0,51
DYield	0,0%	129,0%	14,3%	10,8%	11,1%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
Rewaluacja			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przekazane lokale (szt.)	400	451	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%

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%

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
Rewaluacja 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%

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

Wyniki GTC za 3Q'17 oceniamy neutralnie. Wyższe zaskoczenie na rewaluacji wygenerowane w całości na przeszacowaniu Galerii Północnej równoważy rozczarowanie związane z niższym zyskiem na wynajmie. Przypominamy, że 3Q'17 był okresem, w którym Galeria Północna finalnie została wyceniona do wartości godziwej. W najbliższych okresach spodziewamy się wyraźnego spadku zysku z rewaluacji. Nasza prognoza ZN jest zrealizowana w 91% i prawdopodobnie zostanie przekroczona (wyższa od oczekiwań rewaluacja). Jednocześnie nasze roczne prognozy oczyszczonego EBIT oraz FFO są zrealizowane po 9M'17 w odpowiednio 63% oraz 70% i ich pełne wykonanie będzie wyzwaniem pomimo oddania do użytku Galerii Północnej. W kolejnych latach 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). Rekomendujemy trzymanie akcji GTC.

Cena bieżąca	9,13 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	9,59 PLN	+5,0%

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

Podstawowe dane			GTC PW	vs. WIG
Ticker	GTC PW	Zmiana 1M	-3,2%	-0,3%
ISIN	PLGTC0000037	Zmiana YTD	+15,1%	-5,5%
Liczba akcji (mln)	460,2	Średni obrót 1M		0,6 mln PLN
MC (mln PLN)	4 201,8	Średni obrót 6M		1,1 mln PLN
EV (mln PLN)	7 646,8	EV/EBITDA 12M fwd	14,6	+1,0%
Free float	21,9%	EV/EBITDA 5Y avg	14,4	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	22,1	6,3	8,1	11,9	11,4
P/BV	1,6	1,3	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	16,8	11,2	10,5	14,7	14,3
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

LC Corp zaprezentowała kolejny bardzo dobry kwartał pod względem wyników finansowych. Dzięki wyższej marży w segmencie mieszkaniowym (28%) nasza prognoza oczyszczonego ZN została przekroczona w 3Q'17 o 8%. Po pierwszych 9M'17 prognoza oczyszczonego ZN'17=160 mln PLN jest zrealizowana w 86% (najwyższe wykonanie wśród analizowanych spółek deweloperskich). Około 6% niższy od oczekiwań okazał się w 3Q'17 wynik segmentu wynajmu, co jest związane z aktywami komercyjnymi zlokalizowanymi we Wrocławiu. Jednocześnie uważamy, że nasze prognozy na lata 2017-2019 uwzględniają ryzyko utraty wartości powyższych aktywów. Wysokie oczekiwania mamy wobec dwóch realizowanych projektów biurowych (Wrocław i Warszawa), które na koniec września 2017 r. były wycenione w księgach po koszcie. W wynikach za 4Q'17 prawdopodobne jest częściowe przeszacowanie wrocławskiego projektu spółki do wartości godziwej. W kontekście naszych prognoz na 2018 r. pozytywnie oceniamy zaktualizowany harmonogram realizowanych inwestycji. W przyszłym roku LC Corp może zakończyć budowę niemal 3,0 tys. lokali, przy których nasze prognozy 2,1 tys. przekazanych mieszkań wyglądają konserwatywnie. Rekomendujemy kupno akcji LC Corp.

Cena bieżąca

2,63 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,54 PLN

+34,6%

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

Podstawowe dane			LCC PW	vs. WIG
Ticker	LCC PW	Zmiana 1M	-7,4%	-4,5%
ISIN	PLCCRP00017	Zmiana YTD	+39,2%	+18,5%
Liczba akcji (mln)	447,6	Średni obrót 1M		1,0 mln PLN
MC (mln PLN)	1 177,1	Średni obrót 6M		1,7 mln PLN
EV (mln PLN)	2 035,6	P/E 12M fwd	6,5	-37,4%
Free float	41,3%	P/E 5Y avg	10,4	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	10,8	10,4	9,8	6,2	5,2
P/E koryg.	13,2	9,8	7,4	6,7	0,0
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
DPS	0,00	0,18	0,07	0,13	0,23
DYield	0,0%	6,8%	2,7%	4,8%	8,9%
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.
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. wlas.	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

Robyg zaraportował wyraźnie wyższe od oczekiwań wyniki finansowe za 3Q'17 (+58% względem konsensusu, +89% względem naszych prognoz). Pozytywne zaskoczenie dotyczyło przychodów i pierwszej marży, która osiągnęła 29,5% vs. prognozowane 26,2% vs. 25,5% rok wcześniej. Pozytywnie oceniamy cash flow. Dług netto spadł na koniec września o 23% r/r do 312 mln PLN. Podtrzymujemy nasze prognozy na cały rok. Przypominamy, że ponad połowa tegorocznych przekazania mieszkań ma być dokonana w ostatnim kwartale roku. Z tego względu pozytywne zaskoczenie na wynikach 3Q'17 nie przesądza jeszcze, że całoroczna prognoza wyników zostanie zrealizowana, jednak niewątpliwie przybliży nas do tego scenariusza. Konferencja po wynikach miała pozytywny wydźwięk. Spółka dobrze ocenia koniunkturę i widzi możliwość przekroczenia własnych prognoz sprzedaży mieszkań w 2017 (3400 lokali). Spółka rozgląda się z działkami we Wrocławiu, lecz jak dotąd nie sfinalizowała żadnej transakcji. Konkurencja na rynku gruntów w tym mieście jest duża, stąd Zarząd woli się wstrzymać z zakupem niż przepłacać. W 3Q'17 spółka wprowadziła do budowy około 1,6 tys. mieszkań, co oznacza realizację w 100% planów z poprzedniej prezentacji i istotnie zmniejsza ryzyko naszej prognozy ZN'18=144 mln PLN. Niepewność w tym obszarze pozostaje, gdyż nie wszystkie inwestycje planowane do zakończenia w 2018 r. były na koniec września w budowie. Ponadto wiele inwestycji będzie kończonych na przełomie 2018 i 2019 r. Trzeba jednak podkreślić, że ryzyko dla realizacji prognoz dotyczy przede wszystkim kwestii budowlanych i administracyjnych. Większość mieszkań, planowanych do rozpoznania w 2018 r. została już sprzedana. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

3,16 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,25 PLN

+34,5%

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

Podstawowe dane			ROB PW	vs. WIG
Ticker	ROB PW	Zmiana 1M	-5,4%	-2,5%
ISIN	PLROBYG00016	Zmiana YTD	+17,0%	-3,6%
Liczba akcji (mln)	289,4	Średni obrót 1M		0,8 mln PLN
MC (mln PLN)	914,5	Średni obrót 6M		0,7 mln PLN
EV (mln PLN)	1 277,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,6	-43,4%
Free float	16,5%	EV/EBITDA 5Y avg	9,8	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	10,4	7,7	9,0	6,4	5,9
P/BV	1,7	1,5	1,4	1,2	1,1
EV/EBITDA	17,7	10,0	6,8	5,6	5,2
DPS	0,11	0,20	0,27	0,28	0,32
DYield	3,5%	6,3%	8,5%	8,9%	10,1%
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.)	2 045	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. wias.	44%	74%	48%	44%	33%
Zapasy	716	959	1 045	1 099	1 123
Zapasy/przychody	149%	185%	132%	104%	107%
Zaliczki	193	204	229	225	240
Zaliczki/zapasy	27%	21%	22%	20%	21%
Kapitał własny	497	564	673	736	797
ROE	17,9%	21,9%	18,1%	21,3%	20,9%

Przepływy pieniężne

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

Analiza porównawcza

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

Model DCF

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Handel

AmRest

kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka opublikowała rekordowe dane za 3Q'17 powyżej oczekiwań rynkowych (+6% na poziomie EBITDA oraz +22% na poziomie netto). EBITDA spółki zwiększyła się o 24,8% r/r do 199,9 mln PLN w 3Q'17 pomimo efektu wysokiej bazy (+30% r/r w 3Q'16). Na poprawę wyników r/r wpłynęło poprawienie rentowności EBITDA na rynku polskim, wypracowanie dodatniego wyniku EBITDA w Niemczech (11 mln PLN w 3Q'17 vs. -18,9 mln PLN w 1H'17) oraz raportowanie historycznie najwyższej marży EBITDA w Hiszpanii, Rosji, Czechach oraz na Węgrzech. Zarząd spółki zapowiada, że EBITDA w 4Q'17 będzie rosła w tempie jednocyfrowym (wynik zostanie obciążony przez jednorazowe koszty związane akwizycjami, procesami due diligence oraz przejętymi sieciami. Jednocześnie zarząd zapowiedział otwarcie ponad 300 restauracji własnych r/r w 2018 roku (rekordowe tempo), rozwijanie systemu franczyzy (wykorzystywanie umów MFA) oraz rozwój kanału dostawy w CEE (współpraca z Delivery Hero w Polsce, Czechach i na Węgrzech). Spółka planuje ograniczyć swoją aktywność akwizycyjną w 2018 roku, koncentrując się na integracji oraz optymalizacji wyników sieci przejętych w 2017 roku. . Powyższe czynniki powinny zagwarantować Spółce stabilny wzrost wyników w średnim terminie. Uważamy naszą rekomendację kupuj (cena docelowa 422 PLN) za aktualną.

Cena bieżąca

366,00 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

422,00 PLN

+15,3%

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

Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	+0,8%	+3,7%
ISIN	NL0000474351	Zmiana YTD	+23,6%	+3,0%
Liczba akcji (mln)	21,2	Średni obrót 1M		4,1 mln PLN
MC (mln PLN)	7 764,3	Średni obrót 6M		3,5 mln PLN
EV (mln PLN)	8 876,3	EV/EBITDA 12M fwd	11,5	+20,6%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	9,5	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	48,5	39,9	41,6	26,2	20,2
P/BV	7,5	5,9	5,5	4,5	3,7
EV/EBITDA	20,6	16,2	14,0	10,4	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%
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	51	78	137	177
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)	382,72

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 kupuj (podwyższona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W 3Q'17 spółka poprawiła sprzedaż o 48,5% r/r do 987 mln PLN, utrzymała stabilną r/r marżę brutto na sprzedaży na poziomie 51%, zwiększając koszty SG&A o 39% r/r (niższe tempo od dynamiki przychodów), co w efekcie przełożyło się na zwiększenie EBITDA o 74,7% r/r do 81,6 mln PLN (marża EBITDA +1,3p.p. r/r do 8,3% w 3Q'17). CCC istotnie poprawiło wyniki w segmentach Polska i CEE oraz ograniczyło stratę r/r w segmencie WE (wzrost lfl oraz optymalizacja kosztów sklepów). Ryzykiem jest istotne zwiększenie zapasów w spółce (+29,1% r/r zapasy/mkw. na koniec 3Q'17), co w kontekście słabych wyników w X'17 może prowadzić do bardziej intensywnych wyprzedaży w okresie XII'17-II'18. Oczekujemy, że potencjalna wyższa aktywność promocyjna spółki może zmniejszyć skalę pozytywnego wpływu niższych kosztów zakupu towarów na rentowność sprzedaży. Biorąc pod uwagę niższą sprzedaż w X'17, korygujemy nasze oczekiwania na poziomie zysku netto/EBITDA'17 o odpowiednio -3%/-7%. W naszych szacunkach uwzględniamy częściowe przesunięcie otwarć nowej powierzchni na 2018 rok (zakładamy wzrost o 92 tys. mkw. w 2017 roku oraz o 112 tys. mkw. w 2018 roku). Ze względu na niski poziom USDPLN oraz oczekiwane efekty skali podwyższamy naszą prognozę rentowności sprzedaży dla lat 2017-19. Jednocześnie uwzględniamy wyższe koszty SG&A/mkw. związane inwestycjami w e-commerce, marketing oraz wzrost zatrudnienia w centrali. Uwzględniając ostatnią korektę ceny spółki podnosimy naszą rekomendację do kupuj (z akumuluj) oraz obniżamy cenę docelową do 292 PLN (308 PLN poprzednio).

Cena bieżąca

239,85 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

292,00 PLN

+21,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	292,00 PLN	2017-12-01
poprzednia	akumuluj	308,00 PLN	2017-10-02
Podstawowe dane			
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	-13,1% -10,2%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	+19,4% -1,3%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	28,0 mln PLN
MC (mln PLN)	9 864,3	Średni obrót 6M	21,3 mln PLN
EV (mln PLN)	10 169,0	EV/EBITDA 12M fwd	14,7 -5,7%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,6 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	2 307	3 185	4 157	5 374	7 024
EBITDA	324	443	551	728	989
marża EBITDA	14,0%	13,9%	13,2%	13,6%	14,1%
EBIT	257	374	453	613	862
Zysk netto	259	306	328	475	682
P/E	35,5	30,6	30,1	20,8	14,5
P/BV	8,2	8,0	6,0	4,8	3,7
EV/EBITDA	29,6	22,7	18,5	14,0	10,2
DPS	3,00	2,19	3,87	1,40	1,87
DYield	1,3%	0,9%	1,6%	0,6%	0,8%
Zmiana prognoz					
EBITDA			-6,8%	-7,7%	-4,8%
Zysk netto			-3,0%	-3,3%	-2,8%
MBNS			+0,9 p.p.	+1,9 p.p.	+1,8 p.p.
Sprzedaż det/mkw.			+2,4%	+1,1%	+1,9%
SG&A/mkw.			+8,4%	+10,4%	+10,7%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Sprzedaż (stacjoname)	2 310	2 902	3 569	4 315	5 223
EBITDA (stacjoname)	324	393	452	560	703
Sprzedaż (eobuwie.pl)	0	287	588	1 059	1 800
EBITDA (eobuwie.pl)	0,0	50,6	98,6	168,3	286,1
MBNS	54,9%	52,7%	52,1%	53,0%	52,4%
Przepływy oper.	325	175	247	266	373
Amortyzacja	67	70	98	115	127
Kapitał obrotowy	-20	-273	-248	-343	-456
Przepływy inw.	-156	-371	-209	-198	-207
CAPEX	157	391	221	198	207
Przepływy fin.	9	5	269	-208	-171
Dywidenda/buyback	115	86	159	58	77
FCF	177	-287	-36	-48	-16
FCF/EBITDA	55%	-65%	-7%	-7%	-2%
CFO/EBITDA	101%	39%	45%	36%	38%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Polska (sprzedaż/mkw.)	669	700	744	720	744
CEE (sprzedaż/mkw.)	493	514	521	514	531
WE (sprzedaż/mkw.)	418	409	454	501	550
eobuwie.pl (% sprzedaży)		9,0%	14,2%	19,7%	25,6%
Środki pieniężne	341	142	1 002	861	857
Dług netto	378	656	242	251	181
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	1,5	0,4	0,3	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	66,8	45,6	32,2	21,4	16,0	12,1
Maksimum	86,2	64,6	51,7	58,1	39,3	29,1
Mediana	79,5	62,8	49,2	37,2	28,7	22,4
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Sprzedaż det/mkw.	651	663	684	712	725	726	723	720	716	733	769
SG&A/mkw.	256	266	270	277	282	289	292	292	289	295	309
Powierzchnia	495	589	685	783	882	971	1 066	1 168	1 281	1 309	1 338
Przychody	3 569	4 315	5 223	6 271	7 243	8 075	8 831	9 648	10 521	11 384	11 726
EBITDA	453	560	703	898	1 055	1 217	1 350	1 465	1 582	1 698	1 743
marża EBITDA	12,7%	13,0%	13,5%	14,3%	14,6%	15,1%	15,3%	15,2%	15,0%	14,9%	14,9%
EBIT	357	448	579	762	905	959	996	1 092	1 231	1 362	1 403
Podatek	68	85	110	145	172	211	219	240	271	300	309
CAPEX	218	196	204	233	263	1 365	885	348	117	340	340
Kapitał obrotowy	206	330	409	519	507	417	337	353	375	382	382
FCF	-36	-48	-16	4	117	-772	-87	529	824	680	701
PV FCF	-36	-44	-14	3	82	-499	-52	288	411	312	
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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdyskontowana wartość FCF	5 801
Dług netto	493
Inne korekty	6 399
Wycena DCF na akcję (PLN)	284,63

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	262,12
DCF	50%	284,63
Cena wynikowa		273,38
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		292,00

Eurocash kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka opublikowała słabe wyniki za 3Q'17, które były istotnie poniżej oczekiwań rynkowych. Największe rozczarowanie stanowiły wyniki segmentu C&C, gdzie niesprzyjające warunki pogodowe (niższa sprzedaż piwa i napojów r/r) oraz niższa sprzedaż produktów impulsowych, negatywnie wpłynęły na rezultaty linii biznesowej. Do końca X'17 spółka zamknęła 5 hurtowni C&C oraz zapowiedziała zamknięcie kolejnych 10 hurtowni do końca 2017 roku (na koniec 3Q'17 spółka posiadała 185 hurtowni). O 3 placówki netto zmniejszyła się sieć Delikatesy Centrum, która poprawiła lfl detaliczny i hurtowy w 3Q'17. W kolejnych kwartałach spółka będzie koncentrowała się na przekształcaniu sklepów Eko na sklepy w sieci Delikatesy Centrum. Dodatkowe koszty związane z restrukturyzacją oraz rozwojem nowych projektów powinny wpłynąć na brak poprawy wyników w 4Q'17 r/r. Jednocześnie coraz niższa strata generowana przez Projekt Fresh, optymalizacja kosztowa w segmencie hurtu zintegrowanego oraz zmniejszenie kosztów w segmencie C&C, powinny pozytywnie wpływać na wynik EBITDA'18 w spółce. Uwzględniając gorsze od oczekiwań wyniki spółki w 3Q'17 oraz dłuższą od zakładanej ścieżkę wzrostu rentowności w segmencie detalicznym, obniżamy nasze prognozy na poziomie EBITDA o odpowiednio 17%/16%/17% w latach 2017-19P. Uwzględniając istotny spadek wyceny spółki podtrzymujemy rekomendację kupuj oraz wyznaczamy nową cenę docelową na 38,20 PLN.

Cena bieżąca

27,48 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

38,30 PLN

+39,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	38,30 PLN	2017-12-01	
poprzednia	kupuj	44,30 PLN	2017-10-02	
Podstawowe dane		EUR PW	vs. WIG	
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-28,8%	-26,0%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-28,8%	-49,5%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M		53,9 mln PLN
MC (mln PLN)	3 824,2	Średni obrót 6M		23,3 mln PLN
EV (mln PLN)	4 348,5	EV/EBITDA 12M fwd	8,8	-25,7%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	11,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	20 318	21 206	23 803	25 772	26 954
EBITDA	476	440	306	475	523
marża EBITDA	2,3%	2,1%	1,3%	1,8%	1,9%
EBIT	325	274	125	284	327
Zysk netto	212	179	20	170	196
P/E	17,9	21,3	194,3	22,4	19,5
P/BV	3,3	3,3	3,6	3,1	2,9
EV/EBITDA	8,5	9,6	14,2	9,2	8,0
DPS	0,80	1,05	0,80	0,07	0,61
DYield	2,9%	3,8%	2,9%	0,3%	2,2%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		-16,8%	-15,8%	-17,3%	
Zysk netto		-83,5%	-39,0%	-41,5%	
Hurt niezależny (EBITDA)		-12,8%	-14,9%	-18,9%	
Hurt zintegrowany (EBITDA)		-5,4%	-8,5%	-11,4%	
Detal (EBITDA)		-20,7%	-38,5%	-28,2%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Hurt niezależny (S)	13 162	13 886	14 423	14 567	14 276
Hurt zintegrowany (S)	7 487	7 766	7 892	8 129	8 291
Detal (S)	556	976	2 315	2 547	3 291
Nowe projekty (S)	30,1	80,6	582,4	869,5	956,4
Nowe projekty (EBITDA)	-18	-41	-50	-26	-9
Przepływy oper.	978	325	378	521	528
Amortyzacja	151	166	181	191	196
Kapitał obrotowy	522	-99	110	92	56
Przepływy inv.	-153	-270	-328	-485	-136
CAPEX	-139	-136	-159	-485	-136
Przepływy fin.	-825	22	-51	-55	-66
Dywidenda/buyback	-111	-146	-111	-10	-85
FCF	820	98	236	-88	375
FCF/EBITDA	172%	22%	77%	-19%	72%
CFO/EBITDA	206%	74%	123%	110%	101%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Hurt niezł. (EBITDA)	213	222	219	215	204	200	196	192	188	184	184
Hurt zint. (EBITDA)	299	314	329	344	354	365	376	387	399	411	411
Detal (EBITDA)	40	40	56	81	107	113	118	122	127	132	132
Przychody	23 803	25 772	26 954	27 544	28 129	28 778	29 472	30 215	31 012	31 480	31 952
EBITDA	306	475	523	586	613	624	634	646	658	670	655
marża EBITDA	1,29%	1,84%	1,94%	2,13%	2,18%	2,17%	2,15%	2,14%	2,12%	2,13%	2,05%
EBIT	106	264	307	369	395	405	415	426	437	448	455
Podatek	21	148	46	55	59	61	62	64	65	67	68
CAPEX	-159	-485	-136	-95	-96	-97	-98	-99	-100	-200	47
Kapitał obrotowy	-129	-90	-55	-35	-36	-39	-41	-44	-46	-35	1 112
FCF	236	-88	375	450	472	484	494	505	518	416	423
PV FCF	235	-81	321	358	349	332	315	299	284	212	
WACC	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
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%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Cykl konwersji zapasów	20	18	18	18	18
Cykl konwersji należności	27	28	27	27	27
Cykl konwersji zobowiązań	63	64	63	64	65
Cykl konwersji gotówki	-15	-18	-18	-19	-19
Narzut SG&A	8%	9%	10%	10%	9%
Dług netto	175	324	462	503	277
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	0,7	1,5	1,1	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	15,2	12,5	9,7	5,9	4,9	4,5
Maksimum	35,9	30,0	20,3	11,6	10,7	9,8
Mediana	21,2	19,3	13,5	7,9	7,0	6,2
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,5%
Zdyskontowana wartość FCF	6 159
Dług netto	324
Inne korekty	63
Wycena DCF na akcję (PLN)	41,48

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	30,95
DCF	50%	41,48
Cena wynikowa		36,22
Koszt kapitału 9M		5,8%
Cena docelowa za 9M		38,30

Jerónimo Martins trzymaj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Poprawa sprzedaży porównywalnej w sieci Biedronka nie zmniejsza tempa pomimo efektu bazy. W 3Q'17 sieć poprawiła lfl o 8,9% (vs. 8,7% w 3Q'16). Poprawa efektywności sprzedaży pozwoliła na poprawę rentowności sieci o 0,1p.p. r/r do 7,2% w 3Q'17, co było osiągnięte przy wysokiej presji ze strony kosztów wynagrodzeń. Niski poziom inflacji, rosnące koszty wynagrodzeń oraz wysoka konkurencja przekładają się na brak poprawy wyników biznesu portugalskiego. Utrzymujące się koszty związane z rozwojem sieci Ara oraz Hebe również stanowią obciążenie dla wyniku EBITDA Grupy. W efekcie oczyszczona EBITDA JMT zrosła o 7% r/r do 255,6 mln EUR. W 4Q'17 dynamika lfl w sieci Biedronka może być częściowo ograniczona przez efekt bazy (+11,9% lfl w 4Q'16). Jednocześnie sieć stale poszerza swoją ofertę o nowe kategorie produktowe, powinna korzystać z coraz wyższej dynamiki inflacji oraz poprawiającej się sytuacji konsumenta na rynku polskim. Po 9M'17 nasza prognoza sprzedaży/EBITDA jest zrealizowana na poziomie odpowiednio 73%/74%. 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 sieć Ara oraz Hebe powinna wzrosnąć o 30% r/r do około 81 mln EUR w 2017 roku). Spółka intensyfikuje tempo ekspansji w Kolumbii w celu osiągnięcia założonego celu 1000 sklepów w sieci Ara w 2020 roku. Uwzględniając ostatni wzrost ceny JMT, uważamy że obecna wycena rynkowa odpowiednio odzwierciedla perspektywy wzrostu wyników spółki i obniżamy naszą rekomendację z akumuluj do trzymaj z ceną docelową 17,1 EUR za akcję.

Cena bieżąca

16,50 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

17,10 EUR

+3,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	17,10 EUR	2017-12-01	
poprzednia	akumuluj	17,10 EUR	2017-11-03	
Podstawowe dane			JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-1,1%	+1,7%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+16,7%	-3,9%
Liczba akcji (mln)	628,4	Średni obrót 1M	13,0 mln EUR	
MC (mln EUR)	10 369,2	Średni obrót 6M	10,7 mln EUR	
EV (mln EUR)	10 192,1	EV/EBITDA 12M fwd	10,4	+2,6%
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	31,2	17,5	25,4	22,8	20,1
P/BV	7,7	6,0	5,5	4,8	4,3
EV/EBITDA	13,5	12,0	11,2	10,2	8,8
DPS	0,62	0,28	0,47	0,33	0,36
DYield	3,8%	1,7%	2,9%	2,0%	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	-52	-52	-63	-30	1
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)	16,46

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

Spółka ma za sobą udany 3Q'17, w którym sprzedaż porównywalna została poprawiona we wszystkich krajach i we wszystkich markach. Jednocześnie LPP poprawiło marżę brutto na sprzedaży o 1,9p.p. r/r do 49% w 3Q'17, co wynikało z mniejszych r/r wyprzedaży oraz wysokiej sprzedaży w IX'17 (najwyższa marża z miesięcy w 3Q'17). Z drugiej strony istotnie wzrosły koszty SG&A/mkw. r/r (+10,2% do 280 PLN w 3Q'17), ze względu na zwiększanie zatrudnienia w centrali, jednostkowe koszty marketingu (głównie otwarcie sklepu w Londynie) oraz wyższe koszty logistyki związane z rozwojem e-commerce. W 4Q'17 spółka kontynuuje poprawę sprzedaży/mkw. (+2% r/r w X'17) oraz zwiększa marżę brutto na sprzedaży (+1p.p. r/r do 61% w X'17; pozytywny efekt zakupu kolekcji po niższym kursie USD/PLN r/r). W 2018 roku spółka zakłada zwiększenie powierzchni sprzedaży o 10% r/r do 1,1 tys. mkw., marżę brutto na sprzedaży w przedziale 53-54%, wzrost kosztów wynagrodzeń w wysokim jednocyfrowym tempie r/r oraz Capex na poziomie 430 mln PLN w 2018 (+5% r/r). W naszych założeniach uwzględniliśmy nieco wyższą dynamikę sprzedaży/mkw. w latach 2017-19, wyższą dynamikę kosztów SG&A/mkw. (+3%/3,6% w latach 2018/19 względem naszych oczekiwań) oraz nieznacznie zwiększyliśmy tempo ekspansji powierzchni w 2019 roku. Biorąc pod uwagę powyższe, podnosimy wycenę dla LPP do 8500 PLN oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla spółki.

Cena bieżąca

8 173,95 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8 200,00 PLN

+0,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	8 200,00 PLN	2017-12-01	
poprzednia	trzymaj	8 400,00 PLN	2017-10-02	
Podstawowe dane		LPP PW	vs. WIG	
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	+0,0%	+2,9%
ISIN	PLPP0000011	Zmiana YTD	+45,0%	+24,3%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	16,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 141,6	Średni obrót 6M	18,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 609,3	EV/EBITDA 12M fwd	14,9	-0,3%
Free float	62,0%	EV/EBITDA 5Y avg	14,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	5 130	6 019	6 987	7 878	8 885
EBITDA	727	494	895	990	1 196
marża EBITDA	14,2%	8,2%	12,8%	12,6%	13,5%
EBIT	503	226	603	720	888
Zysk netto	352	175	439	579	715
P/E	42,0	85,8	34,5	26,2	21,2
P/BV	7,8	7,0	6,1	5,2	4,4
EV/EBITDA	21,2	30,7	16,3	14,5	11,6
DPS	32,04	32,66	35,71	71,71	94,58
DYield	0,4%	0,4%	0,4%	0,9%	1,2%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		+7,2%	+2,0%	-1,0%	
Zysk netto		-1,6%	+1,7%	-4,1%	
Sprzedaż det/mkw.		+1,8%	+1,7%	+1,3%	
SG&A/mkw.		+0,3%	+3,0%	+3,6%	
Powierzchnia		-0,3%	+0,3%	+2,5%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Sprzedaż/mkw (Polska)	602	585	641	650	670
Sprzedaż/mkw (Rosja)	459	534	592	617	650
Sprzedaż/mkw (Czechy)	463	545	690	778	826
Sprzedaż/mkw (Niemcy)	471	485	545	608	662
MBNS	53,5%	48,7%	52,8%	53,6%	53,8%
Przepływy oper.	254	718	1 058	840	994
Amortyzacja	224	267	292	270	308
Kapitał obrotowy	-223	256	334	-9	-28
Przepływy inw.	-416	-181	-395	-458	-379
CAPEX	-491	-272	-424	-458	-379
Przepływy fin.	201	-394	-208	-161	-164
Dywidenda/buyback	58	60	66	132	174
FCF	-16	442	494	359	590
FCF/EBITDA	-2%	89%	55%	36%	49%
CFO/EBITDA	35%	145%	118%	85%	83%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Sprzedaż det/mkw.	604	622	640	641	641	641	640	640	640	640	640
SG&A/mkw.	266	277	283	281	280	278	276	275	276	277	277
Powierzchnia	1 008	1 105	1 207	1 311	1 423	1 541	1 661	1 792	1 937	2 097	2 097
Przychody	6 987	7 878	8 885	9 689	10 521	11 389	12 287	13 259	14 324	15 496	15 884
EBITDA	895	990	1 196	1 386	1 515	1 653	1 780	1 916	2 052	2 204	2 248
marża EBITDA	12,8%	12,6%	13,5%	14,3%	14,4%	14,5%	14,5%	14,5%	14,3%	14,2%	14,2%
EBIT	603	720	888	1 064	1 184	1 304	1 416	1 537	1 652	1 741	1 785
Podatek	170	137	169	202	225	248	269	292	314	331	339
CAPEX	-424	-458	-379	-385	-422	-438	-449	-482	-519	-463	-463
Kapitał obrotowy	-193	36	58	33	51	53	55	60	65	72	74
FCF	494	359	590	766	817	914	1 007	1 083	1 154	1 339	1 372
PV FCF	471	316	479	573	564	582	591	586	576	615	
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	516	537	559
Powierzchnia (Rosja)	158	170	206	232	269
Powierzchnia (Czechy)	43	43	43	45	49
Powierzchnia (Niemcy)	27	38	47	52	52
Środki pieniężne	224	366	821	1 041	1 493
Dług netto	621	144	-532	-782	-1 224
Dług netto/EBITDA (x)	0,9	0,3	-0,6	-0,8	-1,0

Analiza porównawcza

	P/E		EV/EBITDA			
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	18,2	16,6	15,4	10,2	9,2	8,4
Maksimum	29,8	27,1	24,3	20,2	15,9	14,3
Mediana	29,3	22,1	17,6	17,0	15,8	13,0
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	15 887
Dług netto	144
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	8 500

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	6 900
DCF	50%	8 500
Cena wynikowa		7 700
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		8 200

TXM kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Pomimo rozwiązania problemów związanych z logistyką, w 3Q'17 spółka była zmuszona do przeprowadzania wyprzedaży na większą skalę, co negatywnie przełożyło się na wyniki spółki. Akcje promocyjne negatywnie wpłynęły na marżę brutto na sprzedaży, która zmniejszyła się o 5,1p.p. r/r do 35,2% w 3Q'17. Wzrost wynagrodzeń oraz płatności za czynsze (przenoszenie sklepów do droższych lokalizacji) przełożyło się na wzrost wskaźnika SG&A/mkw. o 7,7% r/r do 147,5 PLN. W efekcie powyższych zdarzeń EBITDA spółki zmniejszyła się o 9,9 mln PLN r/r do -8,1 mln w 3Q'17. Pomimo niskiej dynamiki sprzedaży r/r w X'17 (niesprzyjające warunki pogodowe), oczekujemy poprawy sprzedaży r/r w 4Q'17. Oczekujemy, że w 4Q'17 nowy Zarząd będzie kontynuował działania naprawcze, których pozytywny wpływ szacujemy na 2018 rok (poprawa sprzedaży porównywalnej oraz zmniejszenie wartości wskaźnika kosztów SG&A/mkw. r/r). Po uwzględnieniu słabych wyników obniżamy nasze szacunki wyników spółki dla 2017 roku oraz nieznacznie korygujemy szacunki dla lat 2018/19. Uważamy, że problem ze spadkiem efektywności sprzedaży w spółce jest przejściowy, a TXM ma nadal atrakcyjne perspektywy wzrostu w średnim terminie.

Cena bieżąca

2,02 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,74 PLN

+184,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	5,74 PLN	2017-12-01
poprzednia	kupuj	5,77 PLN	2017-11-03
Podstawowe dane			
	TXM PW	Zmiana 1M	-27,1% -24,2%
Ticker	PLTXM0000015	Zmiana YTD	-59,6% -80,2%
ISIN		Średni obrót 1M	0,06 mln PLN
Liczba akcji (mln)	33,4	Średni obrót 6M	0,03 mln PLN
MC (mln PLN)	67,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,6 -17,0%
EV (mln PLN)	79,0	EV/EBITDA 5Y avg	5,5 dyskonto
Free float	21,4%		

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	315	379	396	468	494
EBITDA	25,2	22,9	-9,1	19,8	26,4
marża EBITDA	8,0%	6,0%	-2,3%	4,2%	5,3%
EBIT	21,0	16,6	-15,3	12,5	19,2
Zysk netto	16,1	13,0	-13,3	9,1	14,6
P/E	4,2	5,2	-	7,4	4,6
P/BV	1,6	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	3,5	4,1	-	4,5	3,1
DPS	0,00	0,21	0,00	0,10	0,15
DYield	0,0%	10,4%	0,0%	4,7%	7,5%
Zmiana prognoz					
EBITDA			-	-5,5%	-4,3%
Zysk netto			-	-9,2%	-6,2%
Sprzedaż/mkw.			-0,1 p.p.	+0,2 p.p.	0,0 p.p.
SG&A/mkw.			+0,5 p.p.	-0,2 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	50	99	192
Amortyzacja	4	6	6	7	7
Kapitał obrotowy	-6	13	19	-11	-3
Przepływy inw.	-15	-33	-19	-13	-10
CAPEX	-14	-28	-19	-13	-10
Przepływy fin.	0	-6	27	-4	-6
Dywidenda/buyback	0	-7	0	-3	-5
FCF	4	6	-4	-5	12
FCF/EBITDA	17%	27%	46%	-23%	46%
CFO/EBITDA	71%	170%	-	43%	84%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Sprzedaż/mkw.	317	356	359	365	368	367	368	361	357	355	354
SG&A/mkw.	131	139	138	136	135	136	135	135	133	132	131
Powierzchnia	410	427	444	461	478	495	512	529	546	563	580
Przychody	396	468	494	525	551	573	597	609	624	643	656
EBITDA	-9	20	26	33	36	39	41	40	40	42	43
marża EBITDA	-2,3%	4,2%	5,3%	6,3%	6,6%	6,7%	6,9%	6,6%	6,4%	6,6%	6,5%
EBIT	-15	12	19	25	28	30	32	31	31	33	34
Podatek	-5	0	2	5	5	6	6	6	6	6	6
CAPEX	-19	-13	-10	-9	-14	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Kapitał obrotowy	-19	11	3	4	3	4	3	2	2	3	3
FCF	-4	-5	12	15	13	21	23	24	23	24	24
PV FCF	-4	-4	10	11	9	13	13	12	11	10	
WACC	8,6%	8,5%	8,7%	9,1%	9,4%	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%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Cykl konwersji zapasów	72	80	83	82	83
Cykl konwersji należności	5	22	4	4	4
Cykl konwersji zobowiązań	38	66	69	63	63
Cykl konwersji gotówki	39	36	17	23	24
MBNS	41,0%	42,0%	41,2%	42,2%	42,7%
Dług netto	21	26	11	20	14
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,2	-1,3	1,0	0,5

Analiza porównawcza

	17P	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	18P	19P
Minimum	11,0	12,2	11,5	3,3	3,9	3,8		
Maksimum	34,2	27,8	23,2	18,2	13,7	11,0		
Mediana	14,4	13,9	14,4	7,9	8,0	7,5		
waga	0%	50%	50%	0%	50%	50%		

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	221
Dług netto	53
Inne korekty	20
Wycena DCF na akcję (PLN)	5,61

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,12
DCF	50%	5,61
cena wynikowa		5,36
koszt kapitału 9M		7,1%
cena docelowa za 9M		5,74

Inne PBKM akumuluj (podtrzymana)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

PBKM zaraportował w 3Q'17 wyniki powyżej naszych oczekiwań (+15% na linii EBITDA), dzięki dużo niższej bazie kosztowej: koszty próbek w pierwszym roku wyniosły 9,0 (vs. 10,7 mln PLN nasze oczekiwania), koszty marketingu i struktur sprzedaży wyniosły 7,1 mln PLN (vs. 8,3 mln PLN oczekiwana), a koszty ogólne i administracji 4,5 mln PLN (vs. 5,6 mln PLN oczekiwania). W związku z powyższym aktualizujemy nasze prognozy wyników finansowych w górę (EBITDA'18 +7,6%). Nasza nowa cena docelowa to 71,0 PLN, co implikuje 12% potencjał wzrostu. Podtrzymujemy pozytywne podejście. Zwracamy uwagę, że PBKM zwiększył wielkość konwersji wyniku EBITDA na gotówkę i utrzymuje pozycję lidera w Europie. Spółka nie rezygnuje z planów akwizycyjnych, rozmawia obecnie z ok. 10 podmiotami na różnych rynkach i chce sfinalizować do końca 1H'18 transakcję. Zarząd zdementował pogłoski o planach emisji akcji na potrzeby zapłaty za przejęcie. PBKM chce w pierwszej kolejności wykorzystać środki własne w przypadku mniejszego przejęcia i rozważa emisję obligacji w przypadku zakupu większego podmiotu. PBKM podtrzymał także chęć wypłacania dywidendy w kolejnych latach (jej wysokość będzie uzależniona od wielkości przejęcia).

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Liczba nowych próbek (tys.)	17,5	18,9	20,1	21,1	21,9
Przychód/nowa próbka	4,79	5,13	5,32	5,48	5,62
Liczba próbek ogółem (tys.)	109,7	127,7	146,8	166,7	187,3
Przychody	104,8	128,3	145,2	159,3	171,9
Koszt własny sprzedaży	40,4	50,2	56,2	60,9	65,6
ZBNS	64,5	78,1	89,0	98,4	106,3
marża	61,5%	60,9%	61,3%	61,7%	61,8%
Koszty sprzedaży	22,6	28,0	31,3	33,7	35,5
Koszty ogólnego zarządu	26,2	20,5	19,7	20,4	21,5
Poz. dział. operacyjna	-0,2	0,4	2,2	0,4	0,0
EBIT	15,4	29,9	40,2	44,6	49,3
Amortyzacja	4,5	4,1	5,4	5,9	6,1
EBITDA	20,0	34,1	45,7	50,5	55,4
marża	19,0%	26,6%	31,4%	31,7%	32,2%
Zysk netto	9,1	22,1	29,9	33,4	37,0

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
EBIT gotówkowy	20,1	22,3	24,9	28,2	28,9	29,6	30,3	31,1	31,9	32,7	
Opodatkowanie EBIT	3,2	3,7	4,4	5,1	5,3	5,4	5,5	5,7	5,8	5,9	
NOPLAT	16,9	18,6	20,5	23,0	23,6	24,2	24,8	25,4	26,1	26,7	
Amortyzacja	5,4	5,9	6,1	6,2	6,7	6,9	7,0	7,2	7,4	7,6	
CAPEX	-8,0	-9,5	-9,2	-9,4	-6,7	-6,9	-7,0	-7,2	-7,4	-7,6	
Kapitał obrotowy	-2,7	-3,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	
FCF	11,6	11,8	15,1	17,3	21,0	21,6	22,1	22,7	23,2	23,8	24,4
PV FCF	11,4	10,8	12,6	13,4	15,0	14,2	13,4	12,6	11,9	11,3	
WACC	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%	
Risk-free rate	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%	
Premia za ryzyko	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	12,7	16,7	18,5	20,0	20,7	21,2	21,7	22,3	22,8	23,4
PV dywidend	7,6	11,6	14,0	14,3	14,2	13,6	12,8	12,1	11,4	10,8	
Koszt kapitału wł.	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%	

Cena bieżąca

63,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

71,00 PLN

+12,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	71,00 PLN	2017-12-01	
poprzednia	akumuluj	66,30 PLN	2017-10-02	
Podstawowe dane			BKM PW	vs. WIG
Ticker	BKM PW	Zmiana 1M	0,0%	+2,9%
ISIN	PLPBKM000012	Zmiana YTD	+23,0%	+2,3%
Liczba akcji (mln)	5,0	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	313,2	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	310,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,9	-1,3%
Free float	48,8%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	104,8	128,3	145,2	159,3	171,9
EBITDA	20,0	34,1	45,7	50,5	55,4
marża EBITDA	19,0%	26,6%	31,4%	31,7%	32,2%
EBIT	15,4	29,9	40,2	44,6	49,3
Zysk netto	9,1	22,1	29,9	33,4	37,0
P/E	34,4	14,2	10,5	9,4	8,5
P/BV	7,7	5,6	4,0	3,2	2,6
EV/EBITDA	15,6	9,2	6,8	6,2	5,7
DPS	1,21	1,41	1,56	2,55	3,36
DYield	1,9%	2,2%	2,5%	4,1%	5,3%
Zmiana prognoz					
Przychody			+1,5%	+1,0%	+0,6%
EBITDA			+9,8%	+7,6%	+3,6%
EBIT			+13,3%	+9,4%	+4,5%
Zysk netto			+13,7%	+9,6%	+4,6%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	11,4	14,0	19,6	21,3	24,3
CFO/EBITDA	57%	41%	43%	42%	44%
Capex	-3,8	-9,4	-8,0	-9,5	-9,2
Aktywa ogółem	133,0	163,5	190,1	220,9	252,6
Kapitał własny	40,4	55,6	77,7	98,4	118,7
Dług netto	-3,5	-0,3	-3,3	-1,8	0,4
Dług netto/EBITDA (x)	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			FCF/EV		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	1,5%	1,7%	2,0%	6,3	6,2	6,1
Maksimum	10,8%	131,0%	185,1%	24,5	17,2	14,0
Mediana	4,0%	5,1%	5,9%	10,5	10,0	8,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	319,1
Dług netto i inne korekty	19,0
Wycena DCF na akcję (PLN)	60,36

Podsumowanie DDM

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost DIV po prognozie	2,5%
Wycena DDM na akcję (PLN)	60,27

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	75,73
DDM	33%	60,26
DCF	33%	64,20
Cena wynikowa		66,75
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		71,00

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 dzieleny przez średni stan kapitałów własnych

P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

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

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

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 1 grudnia 2017 o godzinie 10:30.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 1 grudnia 2017 o godzinie 10:30.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Ochrony Środowiska, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Polski Bank Komórek Macierzystych, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zakłady Automatyki „Polna”, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Ochrony Środowiska, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energa, Ergis, ES-System, Eurocash, Lotos, IMS, JSW, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange, Polimex-Mostostal, Polski Bank Komórek Macierzystych, PKN Orlen, PGNiG, PZU, Solar Company, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zakłady Automatyki „Polna”, Zastal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Asseco Poland, Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, Boryszew, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Enea, Energa, Erbud, Ergis, Erste Bank, Eurocash, Getin Noble Bank, Impexmetal, ING BSK, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, Netia, Orange Polska, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polnord, Polski Bank Komórek Macierzystych, Polwax, PZU, Raiffeisen Bank International, Robyg, Skarbiec Holding, Stelmet, Sygnty, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Famur, LC Corp, GetBack.

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, Energia, 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, Andersnons, ADM, Avangard, Bunge. China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Impexmetal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO 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, Energia, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, SSE, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Galp, Hellenic, Huntsman, Indorama, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Unipetrol, Westlake
Polwax	Alexandria Mineral Oils, Calumet Specialty Products, Ciech, Fuchs Petrolub, H&R, Moresco, Sasol
Skarbiec Holding	Aberdeen AM, Affiliated Managers, AllianceBernstein, Altus, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Henderson Group, Invesco, Investec, Janus Capital, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Quercus, Schroders, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Paged, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmorin, West Fraser
Synthos	Apar Industries, Ashi Kasei, BASF, Dow Chemical, Grand Pacific, Kumcho PetroChemical, Lanxess, Polyone, Synthomer, Trinseo, TSRC, UBE Industries, ZEON
TXM	Brown Group, Bytom, Citi Trends, Duluth, Express, Giordano, Monnari, Premier Inv, The Buckle, Vistula
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Priceline Group, Yahoo!, Yandex

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy

Agora				
rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-11-23	2017-10-02	2017-07-25	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	15,20	17,10	15,28	12,90
WIG w dniu rekomendacji	63 993,34	64 289,69	61 828,39	55 560,23

Ailleron	
rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-28
kurs z dnia rekomendacji	18,73
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91

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

Aparator			
rekomendacja	równoważ	przeważaj	
data wydania	2017-07-31	2017-04-28	
kurs z dnia rekomendacji	31,29	35,05	
WIG w dniu rekomendacji	62 366,50	61 731,80	

Archicom	
rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-01-10
kurs z dnia rekomendacji	15,24
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63

Asseco BS	
rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-28
kurs z dnia rekomendacji	26,29
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91

Asseco Poland							
rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20	2017-04-27	2017-02-24	2016-12-19
kurs z dnia rekomendacji	44,47	47,00	44,54	47,23	54,70	55,81	53,09
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	64 388,43	62 533,46	61 699,64	59 583,89	51 115,26

Asseco SEE	
rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-28
kurs z dnia rekomendacji	11,45
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91

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

Atende	
rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-28
kurs z dnia rekomendacji	4,46
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91

BBI Development		
rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2017-06-02	2017-01-10
kurs z dnia rekomendacji	0,73	0,87
WIG w dniu rekomendacji	60 181,96	53 006,63

Boryszew		
rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2017-11-30	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	9,85	11,20
WIG w dniu rekomendacji	62 962,26	55 560,23

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

Bytom			
rekomendacja	przeważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	2,50	2,67	2,37
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91	64 826,07	63 886,54

BZ WBK

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	370,00	358,50	369,60	351,25	355,00
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	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	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	239,85	276,00	262,20	225,50	207,00
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	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	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01	2016-12-06
kurs z dnia rekomendacji	490,70 CZK	481,30 CZK	441,30 CZK	416,00 CZK	399,00 CZK	450,50 CZK	407,00 CZK
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	64 289,69	64 973,76	61 701,57	58 300,37	49 647,48

Ciech

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

Comarch

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-11-27	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-01	2016-12-19
kurs z dnia rekomendacji	178,30	163,50	178,50	195,00	223,00	204,80	172,40
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97	64 375,83	64 289,69	64 973,76	60 181,96	58 300,37	51 115,26

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj
data wydania	2017-11-03	2017-08-29	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	24,58	27,80	24,65
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	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	przeważaj	niedoważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2017-11-16	2017-10-24	2017-09-14	2017-03-06
kurs z dnia rekomendacji	7,61	9,76	11,98	15,07
WIG w dniu rekomendacji	62 345,85	63 714,74	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	trzymaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	11,89	14,80	15,25	13,14	10,67	10,61
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 289,69	64 973,76	61 701,57	58 300,37	55 560,23

Energia

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-21	2017-06-27	2017-01-27	2016-12-06
kurs z dnia rekomendacji	11,65	11,65	11,65	11,65	10,87	10,20	8,19
WIG w dniu rekomendacji	62 269,72	62 269,72	62 269,72	62 269,72	61 701,57	55 560,23	49 647,48

Erbud

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-05	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	24,70	26,00	31,50	32,98	29,50
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	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	kupuj
data wydania	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	27,48	38,62	39,14	39,90
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 289,69	64 973,76	55 560,23

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-07-20
kurs z dnia rekomendacji	5,81	5,84
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	62 533,46

Forte

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

GetBack

rekomendacja	kupuj
data wydania	2017-11-30
kurs z dnia rekomendacji	23,00
WIG w dniu rekomendacji	62 962,26

Getin Noble Bank

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-11-03	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	1,61	1,28	2,02	1,68
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 973,76	58 300,37	55 560,23

Gino Rossi

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-11-28	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	1,29	1,78
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91	63 886,54

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2017-12-01	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	71,30	79,80	68,90	72,08	63,30	67,50	63,01	70,41
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	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
data wydania	2017-08-02	2017-01-25
kurs z dnia rekomendacji	9,62	8,65
WIG w dniu rekomendacji	62 800,96	53 988,51

Handlowy

rekomendacja	akumuluj
data wydania	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	79,48
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23

Herkules

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-10-24	2017-06-02
kurs z dnia rekomendacji	3,60	4,17
WIG w dniu rekomendacji	63 714,74	60 181,96

ING BSK

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2017-12-01	2017-04-05	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	203,00	171,00	183,50	167,55
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	59 015,12	58 300,37	55 560,23

Jeronimo Martins

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08	2017-01-27	2016-12-06
kurs z dnia rekomendacji	16,50 EUR	15,85 EUR	16,76 EUR	17,09 EUR	15,66 EUR	14,67 EUR
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	64 973,76	61 831,40	55 560,23	49 647,48

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	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	47,51	48,25	60,70	68,33	76,75
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	64 973,76	60 181,96	55 560,23

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	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-11-23	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
kurs z dnia rekomendacji	114,25	117,40	126,10	121,00	110,65	120,10	131,50	129,00	122,05	110,00
WIG w dniu rekomendacji	63 993,34	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

Komercni Banka

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-12-01	2017-09-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	899,00 CZK	966,50 CZK	892,60 CZK
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 973,76	55 560,23

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
data wydania	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	16,30
WIG w dniu rekomendacji	64 719,80

Lotos

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2017-11-29	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01	2016-12-20
kurs z dnia rekomendacji	61,66	66,37	59,75	58,86	48,63	40,40
WIG w dniu rekomendacji	63 961,27	64 375,83	64 289,69	64 973,76	58 300,37	51 129,31

LPP

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-20	2017-04-05	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	8173,95	8172,05	8696,65	6700,00	6635,25	5369,90
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 289,69	64 973,76	61 048,15	59 015,12	55 560,23

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	trzymaj	redukuj
data wydania	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01	2016-12-20
kurs z dnia rekomendacji	3 121 HUF	3 000 HUF	2 978 HUF	20 620 HUF
WIG w dniu rekomendacji	63 961,27	64 289,69	64 973,76	51 129,31

Monnari

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	8,21	8,93	7,89
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91	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
data wydania	2017-06-30	2017-03-09	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	5,15	4,67	5,46
WIG w dniu rekomendacji	61 475,96	58 559,14	55 560,23

OTP Bank

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	10 055 HUF	10 715 HUF	9 895 HUF	10 445 HUF	8 450 HUF	8 950 HUF
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	64 289,69	64 973,76	58 300,37	55 560,23

PA Nova

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-27
kurs z dnia rekomendacji	24,00
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97

PBKM

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-04-05	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	63,00	63,00	54,50	60,50	53,95
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	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	2017-11-08
kurs z dnia rekomendacji	36,65
WIG w dniu rekomendacji	65 134,28

PGE

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-06-27
kurs z dnia rekomendacji	11,93	13,30	14,27	13,29	12,29
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 289,69	64 973,76	62 800,96	61 701,57

PGNIG

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-02-27
kurs z dnia rekomendacji	6,03	6,63	6,79	6,83	6,75	6,12
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	64 289,69	64 973,76	62 800,96	58 657,32

PKN Orlen

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01	2016-12-20
kurs z dnia rekomendacji	121,60	121,70	117,90	87,17
WIG w dniu rekomendacji	63 961,27	64 289,69	64 973,76	51 129,31

PKO BP

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-12-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	42,30	33,28	31,62
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	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

Pozbud

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-13
kurs z dnia rekomendacji	2,98
WIG w dniu rekomendacji	63 415,60

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
data wydania	2017-09-01	2017-05-12	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	3,40	3,21	3,00
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 598,78	55 560,23

Ronson

rekomendacja	niedoważaj
data wydania	2017-03-06
kurs z dnia rekomendacji	1,80
WIG w dniu rekomendacji	59 313,38

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	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2017-11-30	2017-10-02	2017-09-01	2017-01-17
kurs z dnia rekomendacji	4,76	5,14	4,78	5,30
WIG w dniu rekomendacji	62 962,26	64 289,69	64 973,76	53 706,41

Tarczyński

rekomendacja	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-11-20	2017-05-31
kurs z dnia rekomendacji	11,00	11,20
WIG w dniu rekomendacji	63 047,02	60 344,58

Tauron

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-04-05	2016-12-06
kurs z dnia rekomendacji	3,10	3,75	3,92	3,65	3,35	2,66
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 289,69	64 973,76	61 701,57	59 015,12	49 647,48

Torpol

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	8,55	10,93	12,05
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97	63 714,74	64 719,80

Trakcja

rekomendacja	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	7,69	10,30	12,80
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97	63 714,74	64 719,80

TXM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-08	2017-03-09
kurs z dnia rekomendacji	2,02	1,99	2,97	4,00	5,50
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	64 973,76	60 752,25	58 559,14

Ulma

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2017-11-27	2016-12-12
kurs z dnia rekomendacji	73,90	63,50
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97	50 693,75

Unibep

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-11-03	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27	2016-12-06
kurs z dnia rekomendacji	9,90	12,20	12,59	10,79	10,00
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 973,76	58 300,37	55 560,23	49 647,48

Vistula

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2017-11-28	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	3,88	3,26
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91	63 886,54

Wasko

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-28
kurs z dnia rekomendacji	1,98
WIG w dniu rekomendacji	64 177,91

Wirtualna Polska

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-11-03	2017-09-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	43,00	47,89	56,60
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 973,76	55 560,23

ZUE

rekomendacja	niedoważaj	niedoważaj	przeważaj
data wydania	2017-11-27	2017-09-14	2017-04-12
kurs z dnia rekomendacji	6,89	9,20	12,35
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97	64 719,80	58 510,03

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

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