

piątek, 5 stycznia 2018 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: styczeń 2018

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

Podtrzymujemy nasze zalecenie przeważenia banków bez ekspozycji na kredyty CHF ze względu na bardziej atrakcyjny poziom wycen. W styczniu powinny ożyć spekulacje odnośnie ustawy frankowej wraz ze wznowieniem prac nad nią przez sejmową komisję finansów. Jednocześnie w sektorze finansowym zwracamy uwagę na spółki windykacyjne, które uległy znaczącej przecenie oraz PZU, gdzie potencjał wzrostu znów jest powyżej 20%.

Chemia

Dobre otoczenie gospodarcze w Europie oraz ograniczenia szkodliwej dla środowiska produkcji w Chinach pozytywnie przekładają się na wyniki i notowania spółek chemicznych. Z drugiej strony polskim producentom nie sprzyja umocnienie PLN do USD. Naszym faworytem z GPW pozostaje Ciech.

Paliwa

Pogorszenie modelowej marży rafinerijnej zasiało niepokój w sektorze i przełożyło się na notowania rafinerii. Nadal podtrzymujemy nasze negatywne nastawienie do PKN i LTS, a alternatywą pozostaje PGN, któremu sprzyjają zmiany w regulacjach i rosnące ceny węglowodorów.

Energetyka

Sentyment do sektora w Europie był ostatnio dość słaby, jednak oczekujemy że mocne odczyty dotyczące notowań węgla, CO₂ i energii będą stopniowo zmieniać nastawienie inwestorów. Najciekawszą pozycją pozostaje Energa, ale potencjał dostrzegamy również w CEZ, PGE i Enei.

Telekomunikacja, media, IT

Popieramy nasze niekonsensusowe pozytywne podejście do Orange. Pomimo dużych wzrostów notowań w grudniu OPL pozostaje naszym faworytem w polskim TMT. Pozytywne podchodzimy też do AGO, WPL i CMR. Neutralne podejście mamy z kolei do CPS, NET, ACP. Wśród spółek o mniejszej kapitalizacji naszym zdaniem niedowartościowane są ASE, WAS i ATD.

Przemysł, metale

Ogłaszane wezwania na akcje małych i średnich spółek dowodzą, że ich aktualna wycena jest atrakcyjna. Nowe środki, które uzyskają inwestorzy ze sprzedaży posiadanych akcji oraz spekulacje nad kolejnymi przejęciami mogą być paliwem do dalszego odbicia notowań w 1H'18. Nasi faworyci, to Amica, Ergis, Famur, Kernel, Pfeleiderer, Pozbud, Stelmet i Tarczyński.

Budownictwo

Oczekiwania w stosunku do branży są zawieszone nisko i coraz trudniej uzasadnić dalszą deprecjację. Wskazana jest jednak ostrożność w wyborze kandydatów do wzrostu. Pod tym kątem najlepiej oceniamy ERB i ELB.

Deweloperzy

Sprzedaż mieszkań w 4Q'17 jest powodem do dużego optymizmu. Presja na wzrost cen mieszkań będzie narastać, neutralizując negatywny wpływ rosnących kosztów budowy. Największy potencjał mają LCC, LKD i ECH.

Handel

Po wzrostach kursów CCC oraz AmRest obniżamy rekomendacje dla tych spółek. Pozytywnie oceniamy perspektywy EUR, BTM, MON oraz TXM. Zwracamy uwagę na istotną deprecjację USDPLN r/r, co może mieć przełożenie na wyniki spółek odzieżowych i obuwniczych w 1H'18.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: AGO, AMC, BTM, CMR, ECH, ENG, ERB, EUR, FMF, KER, LCC, MON, OPL, PFL, PGN, POZ, STL, TAR, TXM

Negatywne: FTE, LTS, PKN

Indeksy	Kurs bieżący	1M	2017
WIG	65 298	+4,7%	+23%
ATX	3 555	+5,8%	+31%
BUX	39 850	+5,4%	+23%
PX	1 105	+3,5%	+17%

Indeksy sektorowe WIG		1M	2017
WIG20	2 533	+5,4%	+26%
mWIG40	4 924	+3,9%	+15%
sWIG80	14 730	+3,2%	+2%
Banki	8 692	+7,0%	+35%
Budownictwo	2 818	+0,7%	-1%
Chemia	15 797	+4,6%	+11%
Energia	3 058	+3,5%	+17%
Górnictwo	4 553	+6,1%	+25%
Informatyka	2 057	+4,0%	-5%
Media	4 759	+0,8%	+5%
Nieruchomości	2 206	+4,0%	+20%
Odzież	8 092	+17,9%	+45%
Paliwa	7 210	+1,7%	+26%
Spożywczy	3 739	+3,3%	-13%
Telekomunikacja	751	+2,4%	+2%

Top 5 / Worst 5		1M	2017
LPP	9990,00	+21,6%	+57%
TXM	2,44	+21,4%	-52%
Pozbud	3,54	+20,8%	+24%
Asseco SEE	13,70	+20,2%	+41%
Polwax	11,95	+18,4%	-31%
Agora	14,00	-13,5%	+15%
Forte	50,80	-14,7%	-34%
Stelmet	15,20	-14,7%	-53%
GetBack	18,74	-18,3%	-1%
PBG	0,16	-20,0%	-94%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Alior Bank	akumuluj ▼	90,00 PLN ►
Amica	przeważają ▲	-
AmRest	trzymaj ▼	422,00 PLN ►
CCC	trzymaj ▼	292,00 PLN ►
Enea	akumuluj ▲	12,82 PLN ►
Energa	kupuj ►	14,97 PLN ▲
Famur	kupuj ►	7,24 PLN ▲
Grupa Azoty	trzymaj ►	73,64 PLN ▼
GTC	trzymaj ►	10,00 PLN ▲
Handlowy	trzymaj ▼	85,00 PLN ►
Kęty	trzymaj ►	390,72 PLN ▼
KGHM	trzymaj ►	114,71 PLN ▲
Lotos	redukuje ▲	51,53 PLN ►
LPP	trzymaj ►	9900 PLN ▲
OTP Bank	trzymaj ▼	10901 HUF ►
PBKM	trzymaj ▼	71,00 PLN ►
Polwax	kupuj ►	20,56 PLN ▲
PZU	kupuj ▲	51,83 PLN ►
Unibep	akumuluj ▼	10,80 PLN ▼
Wirtualna Polska	akumuluj ▼	53,00 PLN ►

Spis treści

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

Rynek akcji

Dane grudniowe potwierdzają, że nadal utrzymuje się bardzo dobra koniunktura w światowej gospodarce. Zarówno FED jak i ECB podniosły prognozowane tempo wzrostu PKB w 2018 roku. Wskaźniki wyprzedzające w przemyśle i w usługach wzrosły do poziomów najwyższych od kryzysu w 2007 roku, a wzrost gospodarczy rozkłada się na rynki rozwinięte, jak również na rozwijające się. Nasi makroekonomiści, oczekują że w 2018 PKB w Polsce wzrośnie r/r o 4,5%, a przedsiębiorstwa skuteczniej będą przenosić wyższe koszty pracy na ceny. W Niemczech rosną szanse na porozumienie CDU/CSU i SPD ws. wspólnego utworzenia rządu, co zmniejsza ryzyko kolejnych wyborów parlamentarnych. W krótkim okresie kluczowym zakładem, który naszym zdaniem warto podjąć jest ewentualna korekta na EUR/USD (krótkoterminowe wykupienie rynku), która powinna skutkować również korektą cen akcji na rynkach wschodzących oraz pozytywnym wpływem na zachowanie akcji spółek notowanych na giełdach Strefy euro, a w szczególności przecenionych spółkach niemieckich. Nie oczekujemy, żeby uruchomienie przeciwko Polsce art. 7 Traktatu o EU w najbliższych tygodniach negatywnie wpływało na zachowanie GPW. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji.

FED i ECB podnoszą prognozy wzrostu na 2018, inflacja nadal niska

FED nie zaskoczył inwestorów podnosząc w grudniu stopy procentowe o 0,25%. Komunikat po posiedzeniu, w którym FED m.in. podniósł prognozę wzrostu PKB na 2018 do 2,5%, został odebrany przez rynki gołębco wywołując zmniejszenie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych, co z kolei obniżyło rentowność obligacji i ponownie osłabiło USD. Kolejne podwyżki oczekiwane są dopiero w maju/czerwcu. Retoryka FED pozostaje idealna dla rynku akcji. Z jednej strony inflacja i oczekiwania inflacyjne pozostają niskie, z drugiej występuje dalsza poprawa na rynku pracy, przy stabilnym wzroście konsumpcji i odbijających inwestycjach. Dodatkowo, w tle rysuje się kształt przygotowywanego pakietu fiskalnego, który w ocenie Yellen wpłynie na popyt konsumpcyjny i wzrost PKB, ale jednocześnie przyspieszy inwestycje i poprawi produktywność (podaż czynników produkcyjnych), co będzie ograniczało wzrost inflacji. Inwestorzy przestali przykładąć większą wagę do opinii, że wcześniej czy później (w 2018 roku) inflacja zacznie wzrastać. Nie zmieni się to dopóki nie potwierdzą tego twarde dane miesięczne. Również „miękkie” deklaracje członków FED o konieczności dalszych podwyżek mają tu raczej krótkoterminowy wpływ na rynek.

ECB również nie zaskoczył rynków pozostawiając stopy procentowe jak również wielkość skupu aktywów na niezmiennym poziomie. Podobnie jak w przypadku FED, podniesiono prognozę wzrostu gospodarczego. W 2017 roku wzrost PKB w Strefie wyniesie 2,4%, a w roku 2018 2,3%, co oznacza istotne zwiększenie oczekiwań w stosunku do prognozy z września 2017 (odpowiednio: 2,2% i 1,8%). W br. inflacja wyniesie 1,4% w stosunku do 1,5% w 2017 roku i wzrośnie do 1,7% dopiero w roku 2020. Przy tak zakładanej ścieżce wzrostu inflacji oznacza to, że pierwsza podwyżka stóp nie wydarzy się przed 2019 rokiem, a więc co najmniej kwartał po wygaśnięciu QE.

Niemcy unikną wyborów?

Niezdolność utworzenia koalicji rządzącej w Niemczech i funkcjonowanie od października rządu komisarycznego były jednym z istotniejszych politycznych czynników ryzyka w Europie. Ostatnie doniesienia z CDU/CSU i SPD wskazują, że partie rozpoczęły konstruktywne rozmowy, a w połowie stycznia można oczekiwać bardziej szczegółowych deklaracji ws. powołania wspólnego rządu. Taki scenariusz wpłynie pozytywnie na akcje spółek europejskich.

Konsekwencje art. 7 dla Polski

W związku z toczącym się postępowaniem przeciwko Polsce ws. ryzyka naruszenia praworządności Komisja Europejska wykorzystując mechanizm artykułu 7 Traktatu o UE, poprosiła Radę Unii Europejskiej (ministrowie ze wszystkich krajów członkowskich) o stwierdzenie ryzyka naruszenia w Polsce wartości UE (decyzja podejmowana większością 4/5 głosów, tj. 22 głosy ZA). O tym, kiedy wniosek zostanie poddany pod głosowanie decyduje kraj przewodniczący Radzie (rotacyjne, od stycznia Bułgaria, najwcześniejszy możliwy termin to styczeń br.). Na tym etapie Rada może wydać zalecenia, których wykonanie przez kraj członkowski pozwoli uniknąć sankcji. Jeżeli kraj nie dostosuje się do zaleceń kompetencje decyzyjne na wniosek Komisji Europejskiej (lub 1/3 krajów) przechodzą do Rady Europejskiej (szefowie rządów krajów członkowskich), którzy w głosowaniu na szczycie UE mogą podjąć decyzję o nałożeniu sankcji na dany kraj (wymagana jednogłośnie decyzja, wcześniej kraj ma prawo przedstawić argumenty w swojej obronie). Termin głosowania ws. nałożenia sankcji określa szef Rady Europejskiej – obecnie Donald Tusk. Jeżeli zapadnie decyzja o nałożeniu sankcji, ich wymiar w kolejnym etapie określa Rada Unii Europejskiej podejmując decyzję większością kwalifikowaną. Sankcje mogą dotyczyć zawieszenia praw danego kraju, w tym prawa głosu. Nie są przewidziane kary finansowe.

Tak wygląda ścieżka decyzyjna ws. nałożenia ewentualnych sankcji na Polskę, co wskazuje, że ewentualne decyzje zapewne nie zapadną szybko (jeśli w ogóle). Na obecna chwilę Węgry deklarują, że nie poprą wniosku o sankcje w głosowaniu na szczycie UE, co właściwie uniemożliwiłoby KE wyegzekwowanie zmian, a Polskę uchroniłoby od konsekwencji. Kolejne etapy podejmowania decyzji organów unijnych i toczące się w kulisach negocjacje mogą wywoływać burzliwe dyskusje w mediach jednak nie powinny w najbliższych tygodniach (brak rozstrzygnięć) negatywnie wpływać na postrzeganie Polski przez inwestorów (po grudniowej decyzji o uruchomieniu art. 7 PLN umocnił się, nastąpił spadek rentowności obligacji). Ewentualne decyzje ws. sankcji nie powinny mieć również przełożenia na budżety infrastrukturalne, a więc realizację projektów budowlanych współfinansowanych ze środków unijnych.

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 2017 roku 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. Według informacji prasowych prace nad Prezydencką Ustawą Frankową mają zostać wznowione w połowie stycznia. Podtrzymujemy nasze zalecenie przeważania banków bez ekspozycji na kredyty CHF, chociażby ze względu na bardziej atrakcyjne wyceny.
- Podtrzymujemy naszą rekomendację kupowania walorów Komerčni Banka oraz sprzedaż PKO BP. Na wskaźniku 2018 P/E Komerčni Banka notowane jest z 30% dyskontem do PKO BP, pomimo znacznie wyższego ROE (13% wobec 9%) oraz dywidendy (1% wobec 5%). Ponadto, wyniki KB będą wspierane przez podwyżki stóp procentowych, które rozpoczęły się już w 2017 roku, kiedy podwyżki w Polsce prognozowane są dopiero na 4Q'18 (konsensus).
- Ze spółek finansowych zwracamy na atrakcyjny poziom wyceny PZU. Uważamy, że ostatnia przecena nie była spowodowana przez fundamenty. Ponadto, zwracamy uwagę na atrakcyjny poziom wycen polskich spółek windykacyjnych (Kruk, GetBack) oraz spółek z wysoką dywidendą (PCM oraz SKH).
- **Kluczowe rekomendacje:** PZU (kupuj), GetBack (kupuj), Komerčni Banka (kupuj), PKO BP (sprzedaj).

Chemia

- Dobre otoczenie gospodarcze w Europie oraz ograniczenia szkodliwej dla środowiska produkcji w Chinach pozytywnie przekładają się na wyniki i notowania spółek chemicznych. Z drugiej strony polskim producentom nie sprzyja umocnienie PLN do USD.
- Warto naszym zdaniem zwrócić jednak uwagę, że wycena indeksów MSCI Chemicals dla Europy jest obecnie na rekordowych poziomach do swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA (ryzyko korekty?). Szczególnie ma to miejsce w przypadku MSCI Industrials dla Świata.
- Obecnie naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniany jest Ciech (wzrosty cen spotowych sody w Chinach przed okresem negocjacji cen na 2018 r.; opóźnienia w rozpoczęciu produkcji nowych mocy w Turcji; informacje o zakontraktowaniu sprzedaży nowych mocy; spółka jest największym beneficjentem udanego wezwania na Synthos - Ciech będzie jedyną prywatną i płynną spółką chemiczną na GPW).
- Neutralnie podchodzimy do wyceny Grupy Azoty (ryzykiem dla notowań jest korekta cen nawozów saletranych w drugiej połowie XII'17; możliwa presja na wyniki w 1Q'18). Z uwagi na duże zapasy kauczuków w Chinach, spadającą relację butadien/nafta, pogarszającą się marżę na produktach styrenowych, oraz brak możliwości wyjścia z inwestycji po dematerializacji akcji - inwestycja w Synthos wydaje się być mało perspektywiczna.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj).

Paliwa

- Dobry sentyment na rynku ropy nadal się utrzymuje, a obok danych fundamentalnych sprzyja temu coraz słabszy dolar. Rynek globalny jest w deficycie i oczekujemy dalszego spadku zapasów (rezerwy w USA są już niższe o 11% r/r). Na razie nie zmieniamy naszych rocznych założeń dla Brent na poziomie 65 USD/Bbl, ale widzimy potencjał do pozytywnego zaskoczenia.
- Marże rafineryjne w ostatnich tygodniach spadły w okolice 3-4 USD/Bbl, a dyferencjał oscyluje wokół zaledwie 0,5 USD/Bbl. Jest to istotny sygnał ostrzegawczy podający w wątpliwość scenariusz kontynuacji hossy w sektorze. Naszym zdaniem nie można tych odczytów sprowadzać do zjawiska sezonowego, gdyż pojawia się wiele strukturalnych zmian w otoczeniu makro (wyższe ceny ropy, osłabienie dynamik popytu, rosnące zapasy produktów, rekordowa użycie rafinerii, nowe moce, zwiększenie eksportu paliw z Chin i Rosji, wyższe kwoty na import surowca dla rafinerii „teapots” w Chinach). Dla regionalnych rafinerii problemem jest również osłabienie dolara. Pozytywnym zaskoczeniem póki co są wciąż relatywnie wysokie marże w petrochemii.
- Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do PGNiG, któremu sprzyjają trendy na rynku surowcowym, a wyższe koszty gazu w kontraktach długoterminowych, jak potwierdzają odczyty notowań na TGE, są w dużej mierze przenoszone na klientów. Kolejnymi katalizatorami na horyzoncie są arbitraż z Gazpromem i zapowiadana akwizycja na szelfie norweskim.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (redukuje), PGNiG (kupuj), PKN Orlen (sprzedaj).

Energetyka

- Ceny energii w Niemczech na rok 2019 przekraczają 37 EUR/MWh, zarówno dzięki dobremu sentymentowi na rynku węgla jak i znów rosnącym notowaniom CO₂. W tym drugim przypadku widzimy jeszcze potencjał do wzrostu 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 w tym roku udało się przenieść wyższe koszty węgla na ceny energii. Aktualne notowania terminowe na rok 2019 pozwalają jednak na umiarkowany optymizm w tym zakresie. W ciągu ostatnich 2 miesięcy średnia cena w kontraktach to 181 PLN/MWh przy wolumenie rzędu 1,5 TWh (rok temu za analogiczny okres obroty na kontrakcie Y18 wynosiły 0,9 TWh przy cenie 162 PLN/MWh). Oczywiście to dopiero początek kontraktacji, ale te odczyty sugerowałyby poprawę marży producentów zintegrowanych pionowo o około 8 PLN/MWh r/r już po kosztach CO₂.
- Ustawa o rynku mocy została podpisana przez Prezydenta i choć w ramach wniesionych poprawek zlikwidowano koszyki cenowe (znaczące zmniejszenie komfortu przepływów w sektorze w przyszłości w stosunku do poprzedniego wariantu) to ostatecznie wiele też zależy będzie od budżetu alokowanego przez ME na pierwsze aukcje przewidziane na koniec tego roku.
- W ramach polskiego sektora energetycznego wyróżniamy Enerę z uwagi na niską wycenę w relacji do bezpiecznego profilu biznesowego, perspektywę poprawy rentowności w obrocie w 2018 oraz coraz bardziej realną perspektywę zamrożenia projektu Ostrołęka C. Po ostatnich spadkach potencjał wzrostowy dostrzegamy również w przypadku PGE i Enei.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (akumuluj), Enea (akumuluj), Energa (kupuj), PGE (akumuluj).

Wydobycie

- Pozytywnie na sentyment do spółek wydobywających miedź wpływają informacje rynkowe odnośnie możliwych przestojów produkcyjnych w 2018 roku. Według nich w bieżącym roku na świecie około 5-7 mln ton produkcji miedzi w skali roku jest zagrożona ze względu na konieczność renegotjacji porozumień płacowych (25-35% górniczej miedzi w skali roku). Dla porównania, w latach 2011-16 średnia wielkość zagrożonego wydobycia w efekcie renegotjacji porozumień płacowych wynosiła 1,7 mln ton (wydobycia w skali roku). Większość z negocjacji będzie mieć miejsce w Chile i Peru, które odpowiadają za około 40% światowej produkcji miedzi.
- Na dobrym otoczeniu w IH'18 w ograniczonym stopniu skorzysta KGHM, który ma problemy technologiczne we własnych hutach i presję na płacę zarówno w Polsce jak i w Chile (możliwe twarde rozmowy na temat płac na początku roku).

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.
- Na rynku telekomunikacyjny widać wyraźne zainteresowanie graczy mobilnych aktywami stacjonarnymi. Na początku grudnia Cyfrowy Polsat przejął 32% udziałów w Netii i ogłosił chęć wezwania do progu 66%. Głównym motywem przejęcia jest infrastruktura stacjonarna Netii, a także możliwe synergie w segmencie B2B jak i B2C. Dwa tygodnie później Orange Polska poinformowało o negocjacjach usługi BSA na sieci FTTH dla T-Mobile.
- 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 uwzględni 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 publiczne przełoży się na niższe wzrosty wyników w nadchodzących kwartałach.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (kupuj), Comarch (kupuj), Agora (kupuj).

Przemysł, metale

- Indeks cenowy polskich spółek przemysłowych wyhamował spadki w końcówce roku, głównie za sprawą ogłaszanych wezwań wśród średnich i większych notowanych firm (m.in. WDX, Robyng, Emperia, Sare, Synthos, Tarczyński, Netia, Gekoplast).
- W sumie w 2017 roku indeks cenowy polskich spółek przemysłowych spadł o 6%, MSCI Industrials dla Europy nie zmienił się, a dla Świata wzrósł o 5%.
- Warto naszym zdaniem zauważyć, że indeksy MSCI Industrials dla Świata i Europy są obecnie notowane na rekordowych poziomach do swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Naszym zdaniem może to być zwiastunem wiszącej w powietrzu korekty na zagranicznych spółkach przemysłowych.
- Ogłaszane wezwania na akcje małych i średnich spółek dowodzą, że aktualna ich wycena jest atrakcyjna dla dotychczasowych właścicieli lub potencjalnych nowych inwestorów. Nowe środki, które uzyskają inwestorzy ze sprzedaży posiadanych akcji oraz spekulacje nad kolejnymi przejęciami naszym zdaniem mogą być paliwem do odbicia notowań spółek przemysłowych na początku 2018 roku.
- Naszym zdaniem istnieje szansa na odbicie rentowności w 2018 roku wśród przedsiębiorstw przemysłowych za sprawą podwyżek cen produktów. Wyniki 3Q'17 pokazują, że odbiorcy produktów zaczynają oswajać się z koniecznością podwyżek w obliczu rosnących kosztów wytworzenia (surowców, pracy, transportu). Zapowiedzi podwyżek przy ostatnich wynikach sugerowały Amica, Grupa Kęty, Ergis, Famur, Mangata oraz Pfeleiderer.
- Kolejnym argumentem za podwyżkami cen produktów jest rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle (EU 83,6% – najwyższe od 2006 roku) przy wysokich wskaźnikach wyprzedzających (EU - 60,6 pkt – najwyższe odkąd prowadzone są statystyki).
- 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), Pfeleiderer Group (wyraźny trend wzrostu cen płyty program motywacyjny Zarządu wspierać będzie notowania firmy w nadchodzących latach), Stelmet (sztormowa pogoda w Wielkiej Brytanii na przełomie 2017/2018 roku).
- 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 20-30% dyskontem do innych polskich

spółek przemysłowych), Pozbud (spółka notowana poniżej 5xP/E'19), Tarczyński (restrukturyzacja kosztowa powinna wspierać wyniki kwartałów).

- Podnosimy nasze pozycjonowanie dla Amica (z równoważ do przeważaj) ze względu na oczekiwaną poprawę wyniku EBITDA w 2018 roku oraz ponad 25% dyskonto na wskaźniku EV/EVBITDA do spółek porównywalnych.
- Pozostawiamy niedoważenie dla Forte ze względu na przewaga punktów ryzyka nad szansami w najbliższych okresach (utrzymująca się ponad 30% premia na wskaźniku EV/EBITDA do spółek; wysokie zadłużenie na koniec roku – 3.6x; problemy jednego z odbiorców odpowiadającego za 20% obrotów Forte – Steinhof; oraz ryzyko opóźnienia rozpoczęcia własnej fabryki płyty).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Ergis (przeważaj), Famur (kupuj), Forte (niedoważaj), Kernel (akumuluj), Pfeleiderer Group (przeważaj), Pozbud (przeważaj), Stelmet (kupuj), Tarczyński (przeważaj).

Budownictwo

- Indeks WIG-Budownictwo drugi miesiąc z rzędu uklepuje dno. Oczekiwania rynku znacznie się obniżyły, a kursy dyskontują wyniki poniżej rynkowego konsensusu.
- W bieżącym przeglądzie znacząco obniżamy prognozy i wycenę (-30%) dla akcji Unibepu. Rozczarowaniem okazała się wysoka kara nałożona na Unibep przez sąd Norweski. Ponadto nasze obawy są związane z drastycznym wzrostem udziału w portfelu kontraktów drogowych, z którymi spółka radziła sobie słabo w 2017 r.
- Wśród spółek budownictwa kubaturowego lepiej oceniamy obecnie Erbud, dla którego aktualizowaliśmy rekomendację 15 grudnia.
- Ponadto zwracamy uwagę na Elektrobudowę, w przypadku której rynek dyskontuje bardzo negatywny scenariusz.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Erbud (kupuj), Elektrobudowa (kupuj).

Deweloperzy

- Wezwanie na akcje Robyga oraz agresywne kupno akcji Polnordu przez Murapol (możliwe wezwanie) wspierają nasze pozytywne nastawienie do akcji deweloperów.
- Pierwsze publikacje statystyk sprzedaży mieszkań za 4Q'17 okazały się bardzo optymistyczne (+39% r/r, +18% q/q). Sprzedaż w Lokum, Atalu, Archicomie i Echo wyraźnie przewyższyła nasze oczekiwania z ostatnich raportów.
- Wszystkie spółki, które dotychczas opublikowały dane o przekazywaniu mieszkań w 4Q, zrealizowały nasze szacunki. 4Q'17 będzie rekordowy pod względem przekazania (+60% r/r), co zapowiada nominalnie bardzo wysokie wyniki finansowe sektora.
- Wśród spółek z sektora komercyjnego preferujemy Echo względem GTC. Sprzedaż przez Echo po dobrej cenie dwóch biurów pod koniec 2017 r. uwiarygadnia model biznesowy spółki.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dom Development (kupuj), Robyg (kupuj), Echo Investment (kupuj), LC Corp (kupuj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj)

Handel

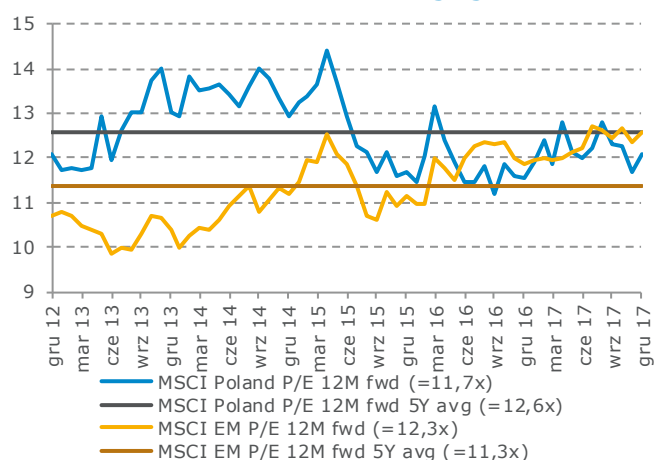
- Według projektu ustawy planowane jest wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę od marca 2018 roku. W 2018 roku sklepy będą mogły być otwarte w dwie niedziele miesiąca, w 2019 roku w jedną niedzielę w miesiącu, a w 2020 wszystkie niedziele będą wolne. Wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę początkowo 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 wyniósłby 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 17,8% r/r (stan na 03.01.2018). Największa część zakupów kolekcji wiosna lato jest dokonywana w okresie grudzień-styczeń. 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:** Eurocash (kupuj), TXM (kupuj) Bytom (przeważaj), Monnari (przeważaj).

Zmiana prognozowanego zysku netto na 2018 rok dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG30

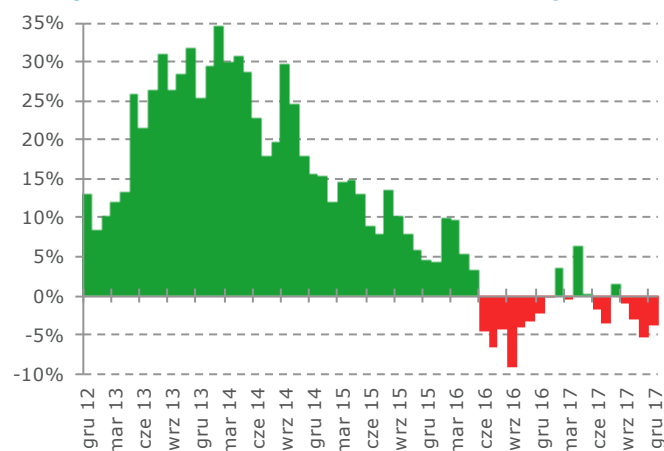
gru 16=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
sty 17	+2%	+63%	+3%	+18,8x	+4%	+5%	+1%	+0%	+2%	+2%	-8%	-23%	-4%	-10%	+7%	+0%
lut 17	+6%	+66%	+4%	+18,8x	+11%	+14%	+2%	+0%	-2%	+2%	-5%	-23%	-10%	-10%	+22%	+0%
mar 17	+5%	+67%	+4%	+19,1x	+12%	+14%	+1%	+0%	-1%	+2%	-7%	-26%	-10%	-10%	+16%	+5%
kwi 17	+8%	+67%	+5%	+19,1x	+21%	+14%	+2%	+0%	-2%	+2%	-13%	-27%	-1%	-10%	+26%	+5%
maj 17	+9%	+67%	+5%	+19,1x	+21%	+14%	+3%	+0%	-3%	+2%	-13%	-27%	-6%	-10%	+37%	+5%
cze 17	+10%	+76%	+7%	+19,1x	+24%	+14%	+8%	+40%	-2%	+3%	-14%	-25%	-7%	-9%	+26%	+5%
lip 17	+10%	+77%	+8%	+19,2x	+28%	+14%	+8%	+43%	-2%	+3%	-14%	-26%	-11%	-9%	+21%	+5%
sie 17	+12%	+78%	+8%	+19,4x	+29%	+19%	+12%	+45%	-1%	-2%	-11%	-24%	-11%	-7%	+28%	-6%
wrz 17	+14%	+78%	+9%	+19,5x	+32%	+24%	+15%	+36%	+0%	-4%	-13%	-24%	-10%	+6%	+35%	-5%
paź 17	+15%	+76%	+9%	+19,5x	+36%	+24%	+18%	+36%	+2%	-4%	-15%	-24%	-0%	+6%	+39%	-5%
lis 17	+16%	+68%	+9%	+19,1x	+35%	+20%	+20%	+32%	+6%	-13%	-16%	-24%	-4%	-6%	+45%	-30%
gru 17	+15%	+71%	+10%	+19,1x	+32%	+20%	+20%	+32%	+5%	-0%	-17%	-19%	-9%	-10%	+40%	-21%

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

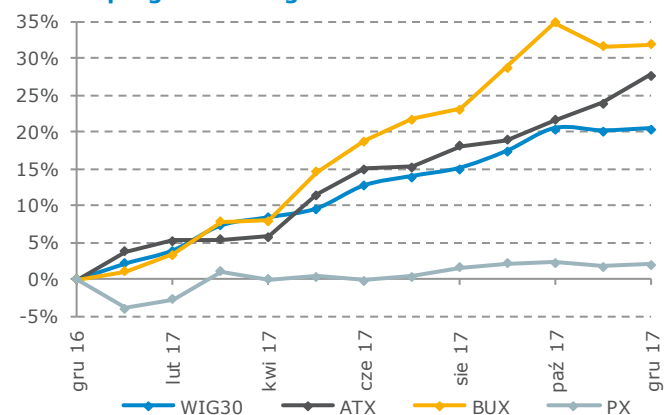
P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets oraz premia/dyskonto wskaźnika dla Polski wobec krajów EM



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

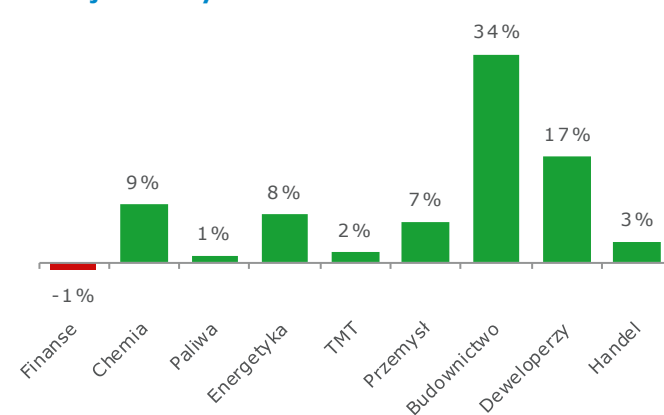


Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



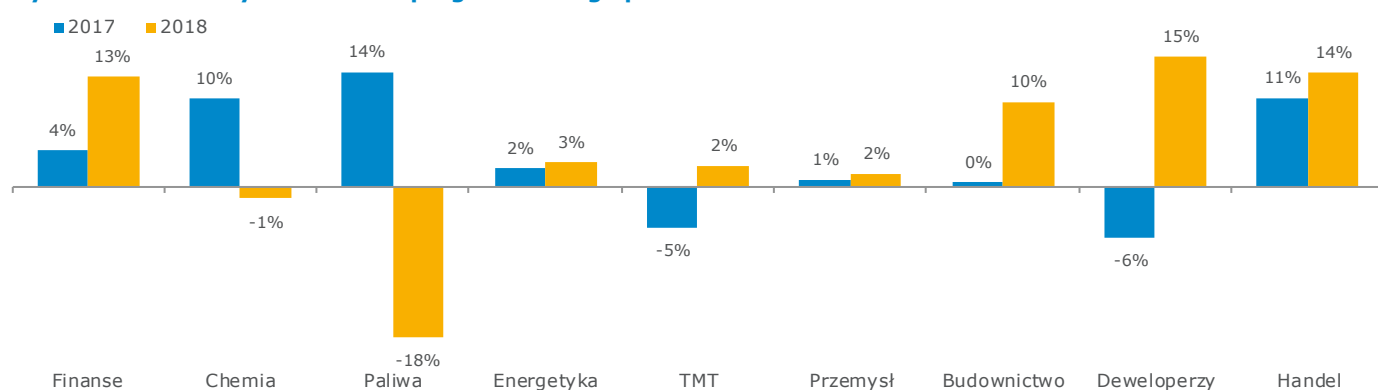
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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	akumuluj	90,00	12 3 1	86,91	+3,6%	-20% +8% +1%		15
BZ WBK	trzymaj	377,87	2 12 2	385,96	-2,1%	-2% +0% +5%		16
Getin Noble Bank	sprzedaj	1,27	1 2 6	1,29	-1,6%	- +132% -4%		9
Handlowy	trzymaj	85,00	5 4 1	79,76	+6,6%	+4% +9% -		11
ING BSK	sprzedaj	152,39	3 5 4	200,22	-23,9%	+2% -0% -		12
Millennium	sprzedaj	5,81	4 5 3	8,43	-31,1%	-6% -5% -		11
Pekao	akumuluj	145,42	12 12 1	142,48	+2,1%	+8% +6% +12%		18
PKO BP	sprzedaj	31,20	3 9 10	39,17	-20,4%	-3% -4% -		20
Komercni Banka	kupuj	1 111,0	8 9 2	1 020,8	+8,8%	+5% +12% +27%		14
Erste Bank	trzymaj	35,98	14 12 2	40,03	-10,1%	-1% +3% -		17
OTP Bank	trzymaj	10 901	11 4 3	10 935	-0,3%	-4% -6% -6%		16
PZU	kupuj	51,83	7 3 2	46,89	+10,5%	-5% +2% +5%		9
GetBack	kupuj	33,38	2 1 0	26,60	+25,5%	+11% +7% -7%		4
Kruk	kupuj	340,17	6 2 1	335,00	+1,5%	+2% +4% +9%		8
Prime Car Management	kupuj	46,43	1 1 0	36,70	+26,5%	+2% +3% -1%		4
Skarbiec holding	kupuj	46,28	2 0 0	36,90	+25,4%	+4% +18% +43%		3
Chemia								
Ciech	kupuj	79,54	4 4 3	66,04	+20,4%	-7% +14% -1%	-1% +11% +3%	8
Grupa Azoty	trzymaj	73,64	6 2 4	73,43	+0,3%	+5% -7% -22%	+2% -2% -7%	7
Polwax	kupuj	20,56	1 0 0	-	-	-4% +3% +10%	-3% +4% +13%	3
Synthos	trzymaj	4,73	2 3 4	5,08	-6,8%	-16% -27% -16%	-7% -15% -10%	5
Paliwa								
Lotos	redukuj	51,53	5 6 1	67,23	-23,3%	+3% -30% -38%	+4% -15% -13%	9
MOL	trzymaj	3 104,0	7 5 0	3 451,0	-10,1%	-1% -29% -35%	+1% -13% -12%	10
PGNiG	kupuj	7,73	6 3 2	7,06	+9,4%	+5% +19% +19%	+3% +8% +13%	7
PKN Orlen	sprzedaj	81,80	3 6 8	112,29	-27,2%	+8% -44% -49%	+4% -28% -27%	12
Energetyka								
CEZ	akumuluj	548,60	8 9 5	511,66	+7,2%	-1% +24% +36%	+2% +9% +10%	13
Enea	akumuluj	12,82	2 7 2	12,82	-0,0%	-3% -9% -21%	+1% -0% -4%	7
Energia	kupuj	14,97	5 6 1	13,61	+10,0%	-9% +1% +4%	-3% -1% -0%	8
PGE	akumuluj	13,20	6 6 4	13,01	+1,5%	+22% +16% +0%	+4% +5% -4%	11
Tauron	trzymaj	3,23	3 5 6	3,08	+4,8%	+10% +7% -13%	+1% -1% -3%	10
TMT								
Netia	trzymaj	4,00	1 5 2	4,91	-18,6%	+25% +17% +6%	+1% -1% -4%	9
Orange Polska	kupuj	7,30	6 9 4	5,91	+23,5%	- +356% +246%	-1% +3% +6%	14
Agora	kupuj	18,00	3 3 0	16,57	+8,6%	+8% -39% +34%	-6% -9% -3%	7
Cyfrowy Polsat	trzymaj	24,40	10 7 0	27,74	-12,1%	-2% +1% +7%	-1% -2% -2%	13
Wirtualna Polska	akumuluj	53,00	4 2 0	54,68	-3,1%	+4% +2% +3%	+0% +4% +5%	6
Asseco Poland	trzymaj	44,80	2 8 1	51,20	-12,5%	-20% -9% -6%	+6% +9% +9%	9
Asseco BS	równoważ	-	2 3 0	31,10	-	-1% +0% -0%	-0% -2% -2%	5
Asseco SEE	przeważaj	-	4 0 0	15,30	-	+2% +3% +2%	+1% -2% -4%	6
Wasko	przeważaj	-	2 0 0	2,86	-	-20% -8% -14%	-10% -5% -10%	3
CD Projekt	sprzedaj	74,34	5 1 2	117,93	-37,0%	-6% -63% +16%	-7% -68% +5%	7
Comarch	kupuj	205,00	4 3 0	204,62	+0,2%	-5% +0% -5%	-4% +1% -3%	8
Przemysł								
Alumetal	równoważ	-	2 1 0	57,10	-	-0% -3% -	-1% -2% -	5
Amica	przeważaj	-	1 1 1	137,50	-	-2% +7% -	-2% +6% -	4
Apator	równoważ	-	1 2 0	30,90	-	+1% +10% -	+0% +5% -	4
Elemental	równoważ	-	1 1 0	2,71	-	+4% +12% -	+3% +4% -	3
Famur	kupuj	7,24	3 1 1	8,00	-9,5%	-31% +1% -8%	-10% -3% -12%	4
Forte	niedoważaj	-	3 3 0	72,84	-	-8% -9% -	-1% -3% -	6
Kemel	akumuluj	57,20	7 1 0	67,69	-15,5%	-9% -12% +11%	-4% -8% +5%	9
Kęty	trzymaj	390,72	4 5 2	418,80	-6,7%	+2% -2% -4%	-2% -1% -3%	8
Pfleiderer Group	przeważaj	-	5 1 1	48,40	-	-14% -1% -	-2% -2% -	7
KGHM	trzymaj	114,71	5 9 5	119,86	-4,3%	+23% -25% -15%	-21% -22% -15%	16
Budownictwo								
Budimex	kupuj	267,00	3 2 4	200,78	+33,0%	+0% +10% +23%	+1% +9% +25%	8
Elektrobudowa	kupuj	134,00	2 2 1	104,50	+28,2%	+5% +12% +13%	+5% +9% +13%	6
Erbud	kupuj	29,80	3 2 0	29,40	+1,4%	+10% +17% +24%	+8% +14% +20%	6
Unibep	akumuluj	10,80	3 2 0	13,34	-19,0%	-24% -20% -9%	-26% -15% +0%	5
Torpol	równoważ	-	2 1 1	11,52	-	- +9% +37%	-2% +8% +30%	6
Trakcja	niedoważaj	-	3 3 2	9,47	-	+12% +2% +6%	+9% +3% +19%	8
Deweloperzy								
Atal	akumuluj	45,00	2 2 0	43,00	+4,7%	+1% +3% +6%	+1% +2% +9%	3
Capital Park	kupuj	8,09	2 1 0	7,80	+3,7%	-55% +14% +39%	-57% +9% +48%	3
Dom Development	kupuj	101,10	6 1 1	85,03	+18,9%	+5% +3% +1%	+4% +4% +0%	6
Echo	kupuj	6,42	3 1 1	5,33	+20,6%	+16% +39% +33%	-3% +33% +73%	5
GTC	trzymaj	10,00	9 2 1	9,98	+0,2%	+53% +9% +12%	+18% -3% +0%	6
Robyg	kupuj	4,25	4 1 1	3,71	+14,6%	-4% -5% +3%	+5% -0% +3%	5
LC Corp	kupuj	3,54	3 1 0	3,35	+5,7%	-11% +4% +16%	-16% -5% +10%	3
Polnord	równoważ	-	1 1 0	10,75	-	+180% +22% +4%	+42% -1% -11%	5
Ronson	niedoważaj	-	1 1 2	1,47	-	+19% -10% +37%	+9% -12% +54%	4
Handel								
AmRest	trzymaj	422,00	7 3 0	447,75	-5,8%	-3% +8% +2%	+1% +5% +3%	7
CCC	trzymaj	292,00	10 4 3	272,46	+7,2%	-1% +7% +22%	-1% +2% +12%	13
Eurocash	kupuj	38,30	12 8 2	35,01	+9,4%	-77% -15% -18%	-13% -2% -3%	17
Jeronimo Martins	trzymaj	17,10	7 15 7	16,37	+4,5%	-2% -2% -1%	-1% -4% -4%	21
LPP	trzymaj	9 900,0	1 7 11	7 134,0	+38,8%	+5% +39% +43%	+7% +20% +22%	15
Bytom	przeważaj	-	2 2 0	2,73	-	+6% +11% +15%	+5% +10% +12%	4
Gino Rossi	równoważ	-	1 1 1	1,90	-	-42% -39% -33%	-12% -12% -2%	5
Monnari	przeważaj	-	5 0 0	11,93	-	+5% +8% +13%	+4% +5% +8%	5
Vistula	równoważ	-	3 1 1	4,09	-	+3% +2% +6%	+3% +4% +3%	7

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						-1,3%	14,4	12,1		
Alior Bank	akumuluj	2018-01-05	78,10	90,00	78,10	+15,2%	24,9	11,7		
BZ WBK	trzymaj	2017-12-01	370,00	377,87	425,80	-11,3%	20,1	17,5		
Getin Noble Bank	sprzedaj	2017-11-03	1,61	1,27	1,73	-26,6%	-	23,9		
Handlowy	trzymaj	2018-01-05	83,70	85,00	83,70	+1,6%	19,7	15,5		
ING BSK	sprzedaj	2017-12-01	203,00	152,39	215,00	-29,1%	19,1	17,0		
Millennium	sprzedaj	2017-05-08	7,06	5,81	9,27	-37,3%	17,7	15,6		
Pekao	akumuluj	2017-07-18	131,25	145,42	134,50	+8,1%	15,1	14,4		
PKO BP	sprzedaj	2017-12-01	42,30	31,20	44,05	-29,2%	18,8	16,6		
Komerční Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	930,00	+19,5%	12,3	11,9		
Erste Bank	trzymaj	2017-09-01	35,50	35,98 EUR	38,06	-5,5%	13,2	11,8		
OTP Bank	trzymaj	2018-01-05	10 960	10 901 HUF	10 960	-0,5%	11,7	12,0		
PZU	kupuj	2018-01-05	45,00	51,83	45,00	+15,2%	14,4	11,9		
GetBack	kupuj	2017-11-30	23,00	33,38	18,74	+78,1%	6,5	5,1		
Kruk	kupuj	2017-10-02	293,45	340,17	263,00	+29,3%	14,1	12,2		
Prime Car Management	kupuj	2017-01-27	34,91	46,43	28,80	+61,2%	8,3	7,5		
Skarbiec holding	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	28,20	+64,1%	7,1	6,2		
Chemia						+9,4%	11,3	11,8	6,1	6,7
Ciech	kupuj	2017-10-02	65,16	79,54	55,55	+43,2%	8,4	8,0	5,3	4,9
Grupa Azoty	trzymaj	2018-01-05	74,40	73,64	74,40	-1,0%	14,2	15,6	7,0	7,0
Polwax	kupuj	2018-01-05	11,95	20,56	11,95	+72,1%	6,4	5,8	5,0	6,3
Synthos	trzymaj	2017-11-30	4,76	4,73	4,88	-3,1%	15,5	18,9	10,0	11,3
Paliwa						+1,0%	7,2	12,8	4,6	5,7
Lotos	redukuj	2018-01-05	58,48	51,53	58,48	-11,9%	6,6	14,1	4,7	6,4
MOL	trzymaj	2017-11-29	3 121	3 104 HUF	3 062	+1,4%	7,6	11,4	4,4	5,0
PGNiG	kupuj	2017-12-01	6,03	7,73	6,30	+22,7%	10,1	8,7	4,9	4,2
PKN Orlen	sprzedaj	2017-11-29	121,60	81,80	107,00	-23,6%	6,9	16,8	4,5	8,0
Energetyka						+7,8%	5,7	6,5	4,7	4,4
CEZ	akumuluj	2017-12-01	490,70	548,60 CZK	509,50	+7,7%	15,0	15,5	7,8	7,3
Enea	akumuluj	2018-01-05	12,19	12,82	12,19	+5,2%	5,4	5,8	4,7	4,3
Energa	kupuj	2018-01-05	11,65	14,97	12,60	+18,8%	7,8	6,5	4,8	4,4
PGE	akumuluj	2017-12-01	11,93	13,20	12,35	+6,9%	5,7	6,8	4,1	4,4
Tauron	trzymaj	2017-12-01	3,10	3,23	3,13	+3,2%	3,9	4,6	4,3	4,9
Telekomunikacja, media, IT						+1,6%	26,3	19,7	7,3	6,9
Netia	trzymaj	2017-09-01	3,90	4,00	5,36	-25,4%	-	-	5,6	6,4
Orange Polska	kupuj	2017-12-12	5,39	7,30	6,07	+20,3%	-	26,6	5,1	4,8
Agora	kupuj	2017-11-23	15,20	18,00	14,00	+28,6%	60,4	88,3	5,8	6,0
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2017-11-03	24,58	24,40	24,08	+1,3%	14,6	12,4	7,3	6,9
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-01-05	48,20	53,00	48,20	+10,0%	26,1	19,7	12,0	9,8
Asseco Poland	trzymaj	2017-12-01	44,47	44,80	43,56	+2,8%	14,5	14,5		
CD Projekt	sprzedaj	2017-10-02	116,25	74,34	98,00	-24,1%	47,7	98,7	37,6	76,7
Comarch	kupuj	2017-11-27	178,30	205,00	197,00	+4,1%	26,6	19,6	11,5	8,9
Przemysł, metale						+6,6%	15,3	11,1	10,2	7,4
Famur	kupuj	2018-01-05	6,18	7,24	6,18	+17,2%	43,9	18,5	13,2	7,6
Kemel	akumuluj	2017-12-01	47,51	57,20	49,30	+16,0%	6,6	11,1	5,3	7,4
Kęty	trzymaj	2018-01-05	408,00	390,72	408,00	-4,2%	15,3	14,9	10,2	9,5
KGHM	trzymaj	2018-01-05	113,10	114,71	113,10	+1,4%	7,7	9,9	6,8	5,8
Stelmet	kupuj	2017-09-01	22,20	28,94	15,20	+90,4%	17,4	9,4	10,3	6,2
Budownictwo						+34,0%	11,0	10,3	4,3	4,8
Budimex	kupuj	2017-07-24	229,50	267,00	203,00	+31,5%	11,4	11,8	4,6	5,2
Elektrobudowa	kupuj	2017-09-01	109,50	134,00	78,00	+71,8%	7,5	7,9	3,8	3,9
Erbud	kupuj	2017-12-15	20,60	29,80	21,60	+38,0%	10,6	9,4	4,0	4,5
Unibep	akumuluj	2018-01-05	9,76	10,80	9,76	+10,7%	13,0	11,1	9,9	7,7
Deweloperzy						+17,2%	10,2	7,6	10,2	8,0
Atal	akumuluj	2017-09-01	40,40	45,00	43,60	+3,2%	9,3	8,9	8,1	8,0
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	85,00	+18,9%	10,9	9,0	8,7	7,2
Echo	kupuj	2017-10-02	5,19	6,42	4,58	+40,2%	6,2	6,3	11,2	6,7
GTC	trzymaj	2018-01-05	9,90	10,00	9,90	+1,0%	8,2	11,9	10,2	15,5
LC Corp	kupuj	2017-09-26	2,69	3,54	2,74	+29,2%	10,2	6,5	13,9	8,9
Robyg	kupuj	2017-09-01	3,40	4,25	3,69	+15,2%	10,5	7,4	7,6	6,2
Handel						+3,4%	40,5	24,1	15,3	10,9
AmRest	trzymaj	2018-01-05	403,00	422,00	403,00	+4,7%	45,8	28,8	15,3	11,3
CCC	trzymaj	2018-01-05	293,00	292,00	293,00	-0,3%	36,7	25,4	22,4	17,0
Eurocash	kupuj	2017-12-01	27,48	38,30	26,85	+42,6%	189,9	21,9	13,9	9,1
Jeronimo Martins	trzymaj	2017-12-01	16,50	17,10 EUR	17,00	+0,6%	26,1	23,5	11,5	10,5
LPP	trzymaj	2018-01-05	9 990	9 900	9 990	-0,9%	40,5	24,6	19,5	14,5
TXM	kupuj	2017-12-01	2,02	5,74	2,44	+135,2%	-	9,0	-	5,2
Inne						+2,0%	11,6	10,4	7,5	6,8
PBKM	trzymaj	2018-01-05	69,60	71,00	69,60	+2,0%	11,6	10,4	7,5	6,8

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2017	2018	2017	2018
Spółki IT						18,8	15,4	8,0	6,4
Ailleron	równoważ	2017-11-28	18,73	18,40	-1,8%	26,5	21,1	12,9	10,3
Asseco BS	równoważ	2017-11-28	26,29	27,10	+3,1%	18,8	16,1	12,6	10,8
Asseco SEE	przeważaj	2017-11-28	11,45	13,70	+19,7%	12,7	12,1	5,9	5,6
Atende	przeważaj	2017-11-28	4,46	4,24	-4,9%	13,7	11,2	7,3	6,4
Wasko	przeważaj	2017-11-28	1,98	2,30	+16,2%	32,7	15,4	8,0	5,8
Spółki przemysłowe						13,6	11,1	7,9	6,5
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	54,80	+16,6%	13,5	11,6	10,1	8,7
Amica	przeważaj	2018-01-05	130,00	130,00	+0,0%	6,9	8,1	6,4	5,6
Apator	równoważ	2017-07-31	31,29	27,50	-12,1%	15,1	12,2	8,9	7,7
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	8,95	-9,1%	11,1	10,6	7,8	7,4
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	2,27	-11,0%	10,2	7,4	7,5	6,2
Ergis	przeważaj	2016-09-28	5,75	5,50	-4,3%	8,3	7,4	5,6	5,0
Forte	niedoważaj	2017-08-31	74,02	50,80	-31,4%	15,1	13,0	12,1	10,3
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	70,00	+10,2%	27,0	21,8	13,8	11,7
Mangata	równoważ	2016-10-26	112,55	97,20	-13,6%	13,9	11,6	7,9	6,8
Pfleiderer Group	przeważaj	2017-11-08	36,65	33,90	-7,5%	20,9	15,5	5,9	5,5
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,54	+18,8%	13,7	6,4	9,7	5,4
Tarczyński	przeważaj	2017-11-20	11,00	12,00	+9,1%	7,4	8,5	4,9	5,3
Budownictwo						17,6	11,4	7,0	5,1
Elektrotim	przeważaj	2017-11-16	7,61	8,64	+13,5%	21,8	9,9	7,7	4,9
Herkules	równoważ	2017-10-24	3,60	3,24	-10,0%	13,2	11,1	6,4	5,8
Torpol	równoważ	2017-11-27	8,55	8,22	-3,9%	-	8,7	19,6	3,7
Trakcja	niedoważaj	2017-11-27	7,69	7,35	-4,4%	13,3	11,6	5,3	5,2
Ulma	równoważ	2017-11-27	73,90	73,00	-1,2%	22,5	14,9	4,6	4,4
ZUE	niedoważaj	2017-11-27	6,89	6,46	-6,2%	-	17,0	82,5	7,3
Deweloperzy						8,4	6,9	12,0	6,6
Archicom	przeważaj	2017-01-10	15,24	15,90	+4,3%	9,0	6,9	8,0	6,5
BBI Development	równoważ	2017-06-02	0,73	0,70	-4,1%	-	8,1	71,0	6,6
JWC	równoważ	2016-11-09	4,50	4,44	-1,3%	6,4	5,3	6,7	5,5
Lokum Deweloper	przeważaj	2017-09-14	16,30	17,90	+9,8%	7,8	5,7	7,1	5,2
PA Nova	równoważ	2017-11-27	24,00	23,00	-4,2%	7,3	6,9	12,0	10,2
Polnord	równoważ	2017-12-27	8,70	9,45	+8,6%	14,2	13,1	45,5	25,5
Ronson	niedoważaj	2017-03-06	1,80	1,44	-20,0%	15,4	15,1	17,8	16,7
Handel						16,0	13,7	9,5	7,7
Bytom	przeważaj	2017-11-28	2,50	2,77	+10,8%	15,2	12,7	10,1	8,2
Gino Rossi	równoważ	2017-11-28	1,29	1,11	-14,0%	25,6	16,4	9,0	7,1
Monnari	przeważaj	2017-11-28	8,21	9,06	+10,4%	14,4	11,6	7,7	6,2
Vistula	równoważ	2017-12-13	4,36	4,38	+0,5%	16,9	14,7	10,6	9,4

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Asseco Poland	trzymaj	redukuj	44,80 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
Erbud	kupuj	kupuj	29,80 PLN	2017-12-15
Eurocash	kupuj	kupuj	38,30 PLN	2017-12-01
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	78,52 PLN	2017-12-01
ING BSK	sprzedaż	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
KGHM	trzymaj	redukuj	103,08 PLN	2017-12-08
Komerční Banka	kupuj	akumuluj	1111,00 CZK	2017-12-01
LPP	trzymaj	trzymaj	8200,00 PLN	2017-12-01
Orange Polska	kupuj	kupuj	7,30 PLN	2017-12-12
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	sprzedaż	redukuj	31,20 PLN	2017-12-01
Polnord	równoważ	niedoważaj	- -	2017-12-27
Tauron	trzymaj	trzymaj	3,23 PLN	2017-12-01
TXM	kupuj	kupuj	5,74 PLN	2017-12-01
Vistula	równoważ	przeważaj	- -	2017-12-13

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Alior Bank	akumuluj	kupuj	90,00 PLN	2018-01-05
Amica	przeważaj	równoważ	- -	2018-01-05
AmRest	trzymaj	kupuj	422,00 PLN	2018-01-05
CCC	trzymaj	kupuj	292,00 PLN	2018-01-05
Enea	akumuluj	trzymaj	12,82 PLN	2018-01-05
Energa	kupuj	kupuj	14,97 PLN	2018-01-05
Famur	kupuj	kupuj	7,24 PLN	2018-01-05
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	73,64 PLN	2018-01-05
GTC	trzymaj	trzymaj	10,00 PLN	2018-01-05
Handlowy	trzymaj	akumuluj	85,00 PLN	2018-01-05
Kęty	trzymaj	trzymaj	390,72 PLN	2018-01-05
KGHM	trzymaj	trzymaj	114,71 PLN	2018-01-05
Lotos	redukuj	sprzedaż	51,53 PLN	2018-01-05
LPP	trzymaj	trzymaj	9900,00 PLN	2018-01-05
OTP Bank	trzymaj	akumuluj	10901,00 HUF	2018-01-05
PBKM	trzymaj	akumuluj	71,00 PLN	2018-01-05
Polwax	kupuj	kupuj	20,56 PLN	2018-01-05
PZU	kupuj	akumuluj	51,83 PLN	2018-01-05
Unibep	akumuluj	kupuj	10,80 PLN	2018-01-05
Wirtualna Polska	akumuluj	kupuj	53,00 PLN	2018-01-05

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	6	6,4%	6	12,5%
redukuj	1	1,1%	0	0,0%
niedoważaj	4	4,3%	1	2,1%
trzymaj	19	20,2%	11	22,9%
równoważ	17	18,1%	5	10,4%
akumuluj	9	9,6%	6	12,5%
kupuj	25	26,6%	17	35,4%
przeważaj	13	13,8%	2	4,2%

Kalendarium wydarzeń

Data	Wydarzenie	
11 sty	Jeronimo Martins	Wyniki sprzedażowe za 2017 rok (po sesji giełdowej)
19 sty	Kernel	Publikacja danych wolumenowych za 4Q'17
19 sty	Stelmet	Publikacja wyników roku obrotowego 2016/17
25 sty	PKN Orlen	Publikacja wyników 4Q'17
2 lut	Robyg	Zakończenie przyjmowania zapisów w wezwaniu na akcje po 3,55 PLN
20 lut	MOL	Publikacja wyników 4Q'17
28 lut	Jeronimo Martins	Publikacja wyników za 2017 rok
28 lut	Kernel	Publikacja wyników za 2Q'18 (4Q'17)
28 lut	Stelmet	Publikacja wyników za 4Q'17

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w listopadzie o 9,1%, nieco wolniej od naszej prognozy. Wspominaliśmy przed odczytem, że spowolnienie będzie związane z bazą statystyczną z ubiegłego roku. Jak to zwykle z bazami bywa, precyzyjny szacunek spowolnienia był trudny, tym bardziej że dokonał się po wyjątkowo wybujałym październiku. Seria baz statystycznych dopiero się jednak rozpoczyna i w połączeniu ze skrajnie niekorzystną różnicą dni roboczych spowodzi dynamikę produkcji przemysłowej w okolice zera w grudniu. Pozywanie zaskoczyła produkcja budowlano-montażowa, która w listopadzie wzrosła o 19,8% względem analogicznego miesiąca zeszłego roku. Wprawdzie jest to dynamika nieco niższa niż w październiku, jednak okoliczności są zupełnie inne, na co wskazywał dużo niższy konsensus rynkowy i nasza prognoza (poniżej 15%). Po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym wzrost w ujęciu miesięcznym wyniósł 3,2%, przełamując trwający przez 3 miesiące marazm w tej kategorii. Ostatnie odbicie w tej kategorii nie było jednak trwałe, dlatego przestrzegamy przed huraoptymizmem. Łyżką dziegciu może być zmiana z wieloletniego wzorca w sezonowości w listopadzie, jednak nie może ona w całości tłumaczyć rozbieżności między prognozą a odczytem. Na szczegóły zaskoczenia będziemy musieli do publikacji danych kwartalnych, jednak może ono wynikać z nadrabiania zaległości w inwestycjach publicznych (np. drogowych).

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła w listopadzie o 10,2% (realnie o 8,8%) bijąc naszą prognozę oraz konsensus. Zaskoczenie dotyczy wszystkich kategorii obok żywności oraz sekcji „pozostałe”. Szybciej od naszych szacunków rosną wydatki na dobra trwałe (samochody, meble, AGD) i półtrwałe. Szybszy jest też wzrost sprzedaży paliw. Odczyty sprzedaży wspierają silną konsumpcję w ostatnim kwartale roku. Są to w zasadzie pierwsze święta obowiązywania „500+”, kiedy konsumenci przekonali się, że będzie to świadczenie trwałe (odczyt grudniowy może być więc w ferworze wydatków świątecznych i w otoczeniu silnie rosnących dochodów z pracy i zatrudnienia wręcz fenomenalny). Wysoki wzrost sprzedaży – mimo, że go nie doszacowaliśmy – sprawia nam też osobistą satysfakcję z uwagi na fakt, że w ciągu ostatnich miesięcy mocno kontestowaliśmy scenariusz spadków konsumpcji wiedziony przez efekty bazowe na dochodzie rozporządzalnym z uwagi na deprecjację (w ujęciu rocznym) dodatku do dochodu płynącego z programu 500+. Listopadowy silny wzrost sprzedaży zadaje kłam takim scenariuszom. Spodziewamy się, że dynamika konsumpcji w 2018 roku będzie niewiele tylko niższa niż w roku 2017. To właśnie sprawia, że nasze prognozy dla wzrostu PKB w 2017 i 2018 też są zbliżone, przy zdecydowanie wyższej aktywności inwestycyjnej w roku 2018.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w listopadzie o 4,5% w ujęciu rocznym, bijąc konsensus rynkowy oraz naszą prognozę. W ujęciu bezwzględny stworzono ponad 17 tys. etatów, co jest najlepszym wynikiem odkąd dane są prezentowane w klasyfikacji PKD 2007 oraz... najlepszym wynikiem wszechczasów, czyli od momentu odkąd dostępne są dane PKD 2004 (w listopadzie 2006 roku stworzono 15 tys. etatów, co było poprzednim rekordem). Nie znamy kompozycji wzrostów, jednak nawet bez tego można przyznać, że wynik jest imponujący. Hipoteza o ograniczeniach podaźowych na rynku pracy staje automatycznie pod ścianą. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 6,5% w ujęciu rocznym, nieco niżej niż wskazywały na to konsensus rynkowy i nasza prognoza (po 6,9%). W porównaniu do poprzedniego miesiąca wzrost wyniósł 0,8%. Spodziewaliśmy się

spowolnienia dynamiki rocznej po bardzo dobrym odczycie w październiku (7,4% było najlepszym odczytem od lat), jednak skala cofnięcia jest nieco większa. Kategoriami podejrzanymi o wygenerowanie tej korekty są właśnie te odpowiedzialne za dobry wynik sprzed miesiąca, czyli: przetwórstwo, budownictwo, obsługa nieruchomości, administrowanie i działalność wspierająca czy handel. Efekty bazowe w tych kategoriach mogły być niedoszacowane. Obraz tego agregatu nie ulega zasadniczo zmianie: wciąż obserwujemy przyspieszenie wynagrodzeń, jednak w nieco mniejszej skali, niż wskazywałyby na to inne miary rynku pracy. Ostatnie miesiące nieco słabszych wyników zatrudnienia to być może tylko efekt dłuższego poszukiwania pracowników przez pracodawców i vice versa (co mogło zawyżyć dynamikę produktywności, którymi tak chętnie posługiwała się ostatnio RPP). Jeszcze bardziej komplikuje to spojrzenie na prywatny proces inwestycyjny – jeśli firmy są jednak w stanie ściągać pracowników, a nie inwestują, to kiedy zaczną? Wreszcie, silne zatrudnienie w połączeniu z wysoką dynamiką płac znacząco wspierają konsumpcję indywidualną. Prognozy hamowania dynamiki PKB w 2018 oparte na słabszym popycie konsumenckim mogą się niezrealizować. Od dłuższego czasu spodziewamy się niewiele tylko niższej dynamiki konsumpcji w 2018 roku.

Inflacja

Zgodnie z finalnymi danymi, inflacja w Polsce przyspieszyła w listopadzie do 2,5% r/r (flash 2,5%, nasza prognoza 2,4%, konsensus 2,3%). Jej wzrost względem października (2,1%) jest znaczący. Po publikacji kompozycji inflacji możemy stwierdzić, że wzrost wynika z czterech efektów. Warto także wspomnieć, że do odczytu 2,6% brakowało naprawdę niewiele. Po pierwsze, dynamika cen żywności okazała się jeszcze wyższa od naszych szacunków (+1,1%). Wśród zaskoczeń należy wymienić przede wszystkim dalsze wzrosty cen masła (przy solidnych spadkach na rynku hurtowym) oraz potężne, 30% podwyżki cen jaj (1:1 z rynku hurtowego) – ta kategoria tłumaczy w 100% błąd naszej prognozy, która oparta była na nieproporcjonalnym wzorcu przekładania cen hurtowych jaj na cen podawane przez GUS. Generalnie można stwierdzić, że ceny podane przez GUS niejako usztywniły się względem tych z rynku hurtowego, szczególnie w przypadku spadków cen obserwowanych w hurcie. Przedsiębiorstwa handlowe prawdopodobnie podniosły marżę. Po drugie, wysoka okazała się dynamika cen paliw (+2,9% m/m), co akurat łatwo było obliczyć. Po trzecie, precyzyjnie wyznaczyliśmy koszty energii w kategorii mieszkanie: wzrost o 0,3% to po raz kolejny efekt podwyżek cen opału (+1,3% m/m). Po czwarte, zgodnie z naszymi oczekiwaniami inflacja bazowa przyspieszyła do 0,9% z 0,8% przed miesiącem. W kolejnych miesiącach inflacja powinna już spadać, korzystając z efektów bazowych. W tle powinna stopniowo rosnąć inflacja bazowa, obrazując stopniowe narastanie presji inflacyjnej. Jeśli nasza hipoteza odnośnie podnoszenia marż przez firmy handlowe potwierdzi się, istnieje szansa na szybsze wzrosty inflacji bazowej. Doskonałe pasowałoby to do układanki dostosowania się przedsiębiorstw (a przynajmniej części z nich, dysponujących siłą rynkową) do wyższych kosztów pracy. RPP pozostaje bardzo gołębno nastawiona. W związku z tym faktem może reagować nawet nieznanym zlagodzeniem retoryki nawet na przejściowe spadki inflacji. W tym samym czasie projekcja inflacyjna powinna się wydawać coraz słabiej związana z rzeczywistością (wyższe tempo wzrostu PKB, szybsze rozszerzanie luki popytowej – tym razem dodatniej). Członkowie RPP będą mogli się odnieść do tego faktu dopiero w marcu.

mBank Research

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

Finanse

Alior Bank akumuluj (obniżona)

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

Po wzroście kursu akcji obniżamy naszą rekomendację z kupuj do akumuluj dla Alior Banku. 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. Jednocześnie obecnie przypisujemy niskie prawdopodobieństwo dla takiej transakcji.

Cena bieżąca	78,10 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	90,00 PLN	+15,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	90,00 PLN	2018-01-05	
poprzednia	kupuj	90,00 PLN	2017-03-16	
Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	+3,7%	-1,0%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-1,8%	-4,2%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	17,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 095,0	Średni obrót 6M	17,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,6	-10,0%
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	18,2	12,8	24,9	11,7	10,1
P/BV	1,6	1,6	1,5	1,3	1,1
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%

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

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%

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 rezidualna	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

BZ WBK trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozytywnie postrzegamy zapowiedzianą fuzję z DB Polska szczególnie, że dywidenda z zysku za 2017 rok jest naszym zdaniem mało prawdopodobna. Z jednej strony transakcja pozytywnie wpłynie na EPS spółki (4-5% w latach 2019-2021), a z drugiej rozwodni udział kredytów hipotecznych CHF w portfelu, co zwiększy możliwości dywidendowe banku. BZ WBK oczekuje docelowo 129 mln PLN synergii kosztowych oraz 255 kosztów integracji. Oczekujemy, że duża część (jak nie wszystkie) kosztów integracji zostanie pokryta przez rozpoznanie tzw. „bad-will’u” z transakcji w 2018 roku, zaś synergia kosztowa mogą nadal okazać się wyższe od oczekiwań, dzięki chociażby niższemu kosztowi finansowania. Negatywnie w transakcji postrzegamy pasywa przejmowanego podmiotu (po przejęciu L/D BZ WBK wyniesie 107%, a BZ WBK będzie zobligowane do spłacenia finansowania właścicielskiego w wysokości około 6 mld PLN), co może spowodować presję na koszty finansowania szczególnie w 2018 roku. Niemniej jednak nadal uważamy, że transakcja powinna mieć pozytywny wpływ na konsensus prognoz oraz wycenę rynkową.

Cena bieżąca

425,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

377,87 PLN

-11,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	377,87 PLN	2017-12-01

Podstawowe dane			BZW PW	vs. WIG
Ticker	BZW PW	Zmiana 1M	+16,0%	+11,3%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	+7,5%	+5,0%
Liczba akcji (mln)	104,6	Średni obrót 1M	17,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	44 546,5	Średni obrót 6M	16,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	16,8	+11,4%
Free float	30,0%	P/E 5Y avg	15,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 309	4 770	5 264	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	18,1	20,6	20,1	17,5	14,6
P/BV	2,3	2,3	2,0	1,8	1,6
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%	5,0%	1,3%	0,0%	3,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	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

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Kredyty netto	94 931	103 069	108 196	118 354	128 399
Pozostałe aktywa	44 778	47 031	45 494	46 229	46 980
Aktywa razem	139 709	150 100	153 690	164 583	175 379
Depozyty	101 245	112 522	113 939	114 886	117 106
Pozostałe zobowiązania	17 895	16 559	16 683	23 653	29 967
Udziały mniejszościowe	1 176	1 238	1 220	1 200	1 180
Kapitały własne	19 392	19 781	21 848	24 843	27 127

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NIM	3,3%	3,4%	3,6%	3,7%	3,9%
C/I	47,5%	44,3%	42,8%	40,7%	37,8%
CoR	0,8%	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%
NPL Ratio	7,3%	6,6%	5,8%	5,3%	5,0%
Tier 1	14,1%	14,6%	16,7%	16,7%	17,3%

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 rezydualna	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)		43 299
		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

1,73 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

1,27 PLN

-26,6%

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

Podstawowe dane			GNB PW	vs. WIG
Ticker	GNB PW	Zmiana 1M	+15,3%	+10,6%
ISIN	PLGETBK00012	Zmiana YTD	+6,8%	+4,4%
Liczba akcji (mln)	883,4	Średni obrót 1M		3,4 mln PLN
MC (mln PLN)	1 528,2	Średni obrót 6M		3,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	25,4	+100,0%
Free float	49,8%	P/E 5Y avg	12,7	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	103,8	-	-	23,9	6,8
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 trzymaj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po wzroście kursu obniżamy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj dla Banku Handlowego. 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 lepszy szczególnie biorąc pod uwagę dynamicznie rozwijającą się gospodarkę. Niemniej jednak naszym zdaniem przewagi konkurencyjne Banku Handlowego zostały już wycenione przez rynek.

Cena bieżąca

83,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

85,00 PLN

+1,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	85,00 PLN	2018-01-05	
poprzednia	akumuluj	85,00 PLN	2017-01-27	
Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	+11,6%	+6,9%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	+2,2%	-0,2%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	3,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 936,2	Średni obrót 6M	3,5 mln PLN	
		P/E 12M fwd	16,7	+5,4%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	977	1 004	1 035	1 241
WNDB	2 052	2 082	2 063	2 290
Koszty	-1 278	-1 202	-1 217	-1 246
Saldo rezerw	17	-46	-59	-65
Zysk netto	626	602	554	706
P/E	17,5	18,2	19,7	15,5
P/BV	1,6	1,6	1,6	1,5
ROE	8,8%	8,8%	8,1%	10,1%
DPS	7,43	4,68	4,60	4,24
DYield	8,9%	5,6%	5,5%	5,1%
Zmiana prognoz				
	2017P	2018P	2019P	
Wynik odsetkowy	0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny	0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem	0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw	0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%	

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 rezidualna	756	6%
Wartość godziwa	11 916	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	91,20	
Cena docelowa za 9M (PLN)	97,01	

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

ING BSK sprzedaj (bez zmian)

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

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.

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Cena bieżąca 215,00 PLN potencjał zmiany

Cena docelowa 152,39 PLN -29,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	152,39 PLN	2017-12-01

Podstawowe dane			ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	+4,9%	+0,2%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	+4,6%	+2,1%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	17,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	27 971,5	Średni obrót 6M	6,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	17,2	+8,9%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,8	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	24,8	22,3	19,1	17,0
P/BV	2,6	2,7	2,1	1,9
ROE	10,7%	11,8%	12,4%	11,9%
DPS	4,00	4,30	0,00	2,81
DYield	1,9%	2,0%	0,0%	1,3%
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%

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%

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 uwzględni potencjalnych negatywnych zdarzeń związanych z ekspozycją na kredyty CHF, takich jak ustawa o wsparciu kredytobiorców hipotecznych. Ustawa ma być ponownie procedowana przez Sejmową Komisję Finansów w połowie stycznia. 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. Ostatnio 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

9,27 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,81 PLN

-37,3%

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

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	+10,5%	+5,8%
ISIN	PLBIG00000016	Zmiana YTD	+3,7%	+1,3%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	8,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	11 245,6	Średni obrót 6M	8,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	15,0	+12,4%
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	20,6	16,0	17,7	15,6
P/BV	1,7	1,6	1,4	1,3
ROE	9,0%	10,5%	8,5%	8,6%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz	2017P	2018P	2019P	
Wynik odsetkowy	0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny	0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem	0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw	0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Pekao akumuluj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą pozytywną rekomendację akumuluj dla Banku Pekao. Uważamy, że fuzja Pekao oraz Alior Banku jest coraz mniej prawdopodobna ze względu na negatywne nastawienie PFR oraz neutralne PZU. Ewentualna fuzja miałyby się odbyć poprzez wymianę akcji, a co za tym idzie musiałaby być dobrze usprawiedliwiona na NWZA. Jednocześnie uważamy, 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%. Finalnie uważamy, że obecna wycena Pekao przedstawia się atrakcyjnie. Na wskaźniku 2018 P/E Bank Pekao notowany jest z 16% dyskontem do PKO BP oraz z 9% 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 zal.	113	39	39	77	78
Wynik brutto	2 831	3 346	3 533	3 734	4 505
Podatek	538	617	671	710	856
Zyski mniejszościowych	-1	0	0	-1	-1
Podatek bankowy	0	450	527	577	633
Zysk netto	2 292	2 279	2 335	2 448	3 016

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 134,50 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 145,42 PLN **+8,1%**

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

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	+5,5%	+0,8%
ISIN	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	+3,9%	+1,4%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	55,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	35 302,2	Średni obrót 6M	81,5 mln PLN	
		P/E 12M fwd	15,2	-5,9%
Free float	49,9%	P/E 5Y avg	16,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 167	4 382	4 622	5 108	5 840
WNDB	6 994	7 302	7 504	7 772	8 678
Koszty	-3 758	-3 494	-3 486	-3 536	-3 599
Saldo rezerw	-518	-501	-523	-578	-652
Zysk netto	2 292	2 279	2 335	2 448	3 016
P/E	15,4	15,5	15,1	14,4	11,7
P/BV	1,5	1,5	1,6	1,5	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	7,4%	6,5%	6,5%	6,0%	6,2%
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 (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Podtrzymujemy naszą rekomendację sprzedaj. Uważamy, że dobre wyniki banku w 2017, dywidenda 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). Na 2018E P/E PKO BP jest drugim najdroższym analizowanym przez nas bankiem. Jednocześnie prognozowane przez rynek ROE na kolejne 12 miesięcy na poziomie 9% jest niższe o 3 p.p. od tego z 2015 roku, zaś DYield o 2,5 p.p. Dodatkowo twierdzimy, że obecna wycena rynkowa nie uwzględnia żadnego rozwiązania ustawowego CHF. Według ostatnich doniesień prasowych prace nad ustawą CHF mają ruszyć na nowo od połowy stycznia zaraz po pracach nad ustawą budżetową. 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 wznowienia dywidend na poziomie wypłaty 50%). Z drugiej strony pozytywnie postrzegamy pomysł połączenia z Bankiem Pekao z powodu ich komplementarnej działalności.

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

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

Cena bieżąca

44,05 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

31,20 PLN

-29,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	31,20 PLN	2017-12-01

Podstawowe dane			PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+5,9%	+1,1%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-0,6%	-3,0%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	78,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	55 062,5	Średni obrót 6M	68,7 mln PLN	
		P/E 12M fwd	15,8	+20,8%
Free float	68,6%	P/E 5Y avg	13,1	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	21,1	19,2	18,8	16,6
P/BV	1,8	1,7	1,5	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%

Bilans

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

Wskaźniki

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

Komercni Banka kupuj (bez zmian)

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

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Komercni Banka. 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 DYield 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.

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

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

Model zysków ekonomicznych

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

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

Cena bieżąca	930,00 CZK	potencjał zmiany
Cena docelowa	1 111,00 CZK	+19,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	1 111,00 CZK	2017-12-01

Podstawowe dane		KOMB CP	vs. WIG
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	+1,8% -2,9%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+1,6% -0,8%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	86,1 mln CZK
MC (mld CZK)	175,6	Średni obrót 6M	95,3 mln CZK
		P/E 12M fwd	13,4 -3,0%
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	13,8	12,8	12,3	11,9	10,1
P/BV	1,7	1,7	1,6	1,5	1,4
ROE	12,2%	13,4%	13,5%	13,0%	14,2%
DPS	62,00	62,00	40,00	42,00	43,00
DYield	6,7%	6,7%	4,3%	4,5%	4,6%
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

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

Wskaźniki

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

Podsumowanie wyceny

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

38,06 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

35,98 EUR

-5,5%

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

Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	+4,0%	-0,7%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+5,4%	+3,0%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	21,2 mln EUR	
MC (mln EUR)	16 358,2	Średni obrót 6M	19,7 mln EUR	
		P/E 12M fwd	12,2	+7,0%
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	16,9	12,9	13,2	11,8
P/BV	1,5	1,3	1,3	1,2
ROE	9,3%	10,8%	9,7%	10,3%
DPS	0,00	0,50	1,00	0,93
DYield	0,0%	1,3%	2,6%	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)		34,28
Koszt kapitału 9M		5,0%
Cena docelowa za 9M (EUR)		35,98

OTP Bank trzymaj (obniżona)

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

Po wzroście kursu akcji obniżamy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj dla OTP Bank jednocześnie pozostawiając bez zmian cenę docelową (10 901 HUF). 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 umocnienie Rubla).

Cena bieżąca	10 960,00 HUF	potencjał zmiany
Cena docelowa	10 901,00 HUF	-0,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	10 901,00 HUF	2018-01-05	
poprzednia	akumuluj	10 901,00 HUF	2017-12-01	
Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	+9,9%	+5,2%
ISIN	HU0000061726	Zmiana YTD	+2,2%	-0,2%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	3,4 mld HUF	
MC (mld HUF)	2 926,7	Średni obrót 6M	4,2 mld HUF	
		P/E 12M fwd	11,7	+18,5%
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	46,0	14,5	11,7	12,0	11,3
P/BV	2,4	2,1	1,8	1,7	1,5
ROE	5,1%	15,3%	16,6%	14,6%	14,1%
DPS	147,00	173,01	277,91	239,00	232,52
DYield	1,3%	1,6%	2,5%	2,2%	2,1%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

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 kupuj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Podwyższamy naszą rekomendację akumuluj do kupuj dla PZU pozostawiając bez zmian 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 51,83 PLN/akcję. Uważamy, że sentyment do spółki może znacznie się poprawić po ogłoszeniu nowej strategii 9 stycznia 2018 roku. Po słabym 2016 roku dynamika wyników znacząco przyspieszyła 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 bardzo atrakcyjna alternatywa dla sektora bankowego, który w znaczący sposób będzie w przyszłości penalizowany za swoją ekspozycję na kredyty CHF. Jednocześnie oczekujemy, że ewentualne i mało prawdopodobne połączenie Banku Pekao oraz Alior Banku będzie miało neutralny wpływ na ubezpieczyciela.

Cena bieżąca

45,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

51,83 PLN

+15,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	51,83 PLN	2018-01-05	
poprzednia	akumuluj	51,83 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane			PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-0,3%	-5,1%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	+6,7%	+4,3%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	67,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	38 858,5	Średni obrót 6M	68,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,3	-3,5%
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	16,6	20,0	14,4	11,9	11,1
P/BV	3,0	3,0	2,0	1,9	1,9
ROE	18,0%	15,0%	16,9%	16,7%	17,1%
DPS	3,00	2,08	1,40	2,50	3,02
DYield	6,7%	4,6%	3,1%	5,6%	6,7%
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. Ostatnia przecena jest spowodowana przez doniesienia prasowe dotyczące zatrzymania jednego z pracowników windykatorka w związku wyciekami danych z bazy Peselnet oraz z upływem tzw okresu lock-up na podniesienie. Spółka poinformowała, że obecnie żadne śledztwo nie jest prowadzone przez ABW oraz prokuraturę przeciwko GetBack lub spółki zależnej. Jednocześnie uważamy, że przy obecnym zwrocie z kapitału GetBack jest w stanie finansować swoją działalność bez potrzeby podniesienia kapitału (zakładamy nakłady ponad 2 mld PLN w 2018 roku), a ponadto obecny poziom wyceny rynkowej nie zachęci do przeprowadzenia nowej emisji akcji głównego właściciela spółki. 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 58% i 48% dyskontem do Kruka oraz odpowiednio 53% i 29% 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	18,74 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	33,38 PLN	+78,1%

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

Podstawowe dane	GBK PW	Zmiana 1M	GBK PW	vs. WIG
Ticker	GBK PW	Zmiana YTD	-18,3%	-23,1%
ISIN	PLGTBCK00297	Średni obrót 1M	+1,3%	-1,1%
Liczba akcji (mln)	100,0	Średni obrót 6M		5,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 874,0	EV/EBITDA 12M fwd		3,0 mln PLN
EV (mln PLN)	1 974,1	EV/EBITDA 5Y avg	6,5	-14,0%
Free float	39,9%		7,6	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	12,5	7,5	6,5	5,1	4,5
P/BV	8,1	3,9	1,8	1,4	1,0
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

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

Cena bieżąca

263,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

340,17 PLN

+29,3%

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

Podstawowe dane			KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	-2,4%	-7,2%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	+0,6%	-1,9%
Liczba akcji (mln)	18,7	Średni obrót 1M	21,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 929,7	Średni obrót 6M	18,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	-	EV/EBITDA 12M fwd	10,3	-17,8%
Free float	87,0%	EV/EBITDA 5Y avg	12,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	611	783	1 104	1 351	1 651
z zakupu wierzytel.	564	725	1 019	1 266	1 561
z inkasa	30	32	61	62	64
Koszty operacyjne	-94	-117	-155	-162	-215
Zysk netto	204	249	350	403	468
P/E	22,0	19,5	14,1	12,2	10,5
P/BV	5,8	3,8	3,2	2,6	2,2
ROE	29,8%	24,6%	25,2%	23,5%	22,4%
DPS	1,50	2,00	2,26	3,18	3,66
DYield	0,6%	0,8%	0,9%	1,2%	1,4%
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

Prime Car Management kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą pozytywną rekomendację kupuj na Prime Car Management (Grupa Masterlease) oraz cenę docelową na poziomie 46,43 PLN na akcję. 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 DY w wysokości 16%. Obecną wycenę rynkową nadal traktujemy jako okazję inwestycyjną.

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

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

Cena bieżąca

28,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

46,43 PLN

+61,2%

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

Podstawowe dane			PCM PW	vs. WIG
Ticker	PCM PW	Zmiana 1M	+10,8%	+6,0%
ISIN	PLPRMCM00048	Zmiana YTD	+0,9%	-1,6%
Liczba akcji (mln)	11,9	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	343,0	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	354,9	EV/EBITDA 12M fwd	8,2	+13,8%
Free float	40,0%	EV/EBITDA 5Y avg	7,2	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	8,9	9,5	8,3	7,5	7,1
P/BV	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
ROE	7,9%	7,9%	8,9%	9,5%	10,1%
DPS	5,26	5,50	3,16	3,45	3,82
DYield	18,3%	19,1%	11,0%	12,0%	13,3%
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%	

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%

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). Skarbiec Holding ogłosił nową strategię obowiązującą do roku 2020, w której zakłada podwojenie aktywów funduszy detalicznych do 8 mld PLN, zwiększenie trzykrotnie liczby segmentów produktowych w ofercie oraz zwiększenie 4-krotnie liczby kanałów dotarcia do klientów. Osiągnięcie celów może być wsparte przez akwizycję chociaż priorytetem pozostaje wzrost organiczny. Uważamy, że cel na wzrost aktywów pod zarządzaniem jest bardzo ambitny i osiągnięcie go z pewnością przełożyłoby się na znaczący wzrost konsensusu. Jednocześnie oczekujemy, że ostatni pozytywny sentyment do Skarbcia powinien się utrzymać dzięki bardzo dobrym wynikom osiągniętym w 9M'17, dzięki którym wskaźnik DYield w 2018 roku może przekroczyć 12%.

Cena bieżąca

28,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

46,28 PLN

+64,1%

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

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+10,8%	+6,1%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	+1,8%	-0,6%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	192,4	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	8,6	+4,6%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	8,2	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	75,4	109,2	96,5	105,6	115,8
opłata stała	67,1	69,6	74,8	82,5	90,7
opłata zmienna	1,8	31,4	15,1	16,3	17,7
Koszty razem	-60,1	-69,2	-63,3	-67,5	-72,7
Zysk netto	13,0	32,5	27,2	31,1	35,3
P/E	14,8	5,9	7,1	6,2	5,5
P/BV	2,2	1,9	2,1	2,1	2,0
ROE	13,9%	34,1%	28,2%	33,6%	37,2%
DPS	3,12	3,37	3,69	4,28	4,87
DYield	11,1%	12,0%	13,1%	15,2%	17,3%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Wynagrodzenie stałe			0,0%	0,0%	0,0%
Wynagrodzenie zmienne			0,0%	0,0%	0,0%
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Wycena na akcję

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

Chemia

Ciech

kupuj (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 XII do poziomu 277 USD/t vs. 250 USD/t na początku 2017 roku) oraz w Chinach (w XII 293 USD/t vs. 258 USD/t na początku 2017 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 -26% r/r), a w obliczu przestojów kupcy kontraktują dostawy spotowe Europy, Turcji i północnowschodniej Azji. Wysoki popyt z Azji budzi nadzieje na szybką absorpcję nowych mocy produkcyjnych z Turcji. Dodatkowo Kazań Soda (2,5 mln ton nowej produkcji) przesunął moment pełnego rozpoczęcia produkcji na koniec 1Q'18 oraz w wywiadzie dla ICIS przedstawił, że cała planowa na 2018 roku produkcja jest już zakontraktowana. Naszym zdaniem taki scenariusz jest pozytywnym 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 przedstawiciele Ciech poinformowali dodatkowo, że obecnie są znacznie optymistyczniej nastawieni do przyszłorocznych cen sody niż jeszcze miało to miejsce w połowie 2017 roku. 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 oraz pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową na poziomie 79,54 PLN.

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

55,55 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

79,54 PLN

+43,2%

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

Podstawowe dane	CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M +2,3% -2,4%
ISIN	PLCIECH00018	Zmiana YTD -3,4% -5,8%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M 3,5 mln PLN
MC (mln PLN)	2 927,5	Średni obrót 6M 4,9 mln PLN
EV (mln PLN)	3 967,6	EV/EBITDA 12M fwd 5,4 -11,1%
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	8,5	4,9	8,4	8,0	10,1
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%	5,1%	0,0%	6,6%	8,7%
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

O ile w 4Q'17 Grupa Azoty była beneficjentem wzrostów cen nawozów saletranych na rynku, to w drugiej połowie grudnia te uległy korekcie. Według Chińskiego Urzędu Statystycznego eksport mocznika z Chin w XI'17 był 8,8% r/r wyższy i był to pierwszy wzrost od VI'16 roku (przełamując tym samym ponad roczny trend spadkowy). Wyższe wolumeny eksportu mocznika w listopadzie prawdopodobnie były związane ze wzrostem cen w tym okresie. Wyższe wolumenu eksportu w tym okresie tłumaczą również słabe zachowanie cen mocznika w grudniu (większa dostępność nawozów na rynku). Słabsze zachowanie cen nawozów w XII'17 przy wyższych r/r (w USD) cenach gazu może naszym zdaniem rozpocząć spekulacje nad możliwością poprawienia wyników w 1Q'18. Korygujemy nieznacznie nasze prognozy cen nawozów saletranych na 2018 rok oraz wyniki finansowe. Obniżamy naszą cenę docelową z 78,52 PLN/akcja do 73,64 PLN/akcja oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

74,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

73,64 PLN

-1,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	73,64 PLN	2018-01-05	
poprzednia	trzymaj	78,52 PLN	2017-12-01	
Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	+4,8%	+0,1%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	+6,9%	+4,5%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	2,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 380,1	Średni obrót 6M	4,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 653,4	EV/EBITDA 12M fwd	6,7	-2,1%
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	10 053	10 477
EBITDA	1 304	997	1 239	1 269	1 277
marża EBITDA	13,0%	11,1%	12,6%	12,6%	12,2%
EBIT	824	486	722	680	619
Zysk netto	605	343	518	472	420
P/E	12,2	21,5	14,2	15,6	17,6
P/BV	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	6,1	8,3	7,0	7,0	7,1
DPS	0,00	0,84	0,79	1,04	1,43
DYield	0,0%	1,1%	1,1%	1,4%	1,9%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	-4,4%	-4,6%
Zysk netto			0,0%	-4,4%	-4,6%
Mocznik (PLN/t)			0,0%	-1,6%	-1,6%
Saletra (PLN/t)			0,0%	-0,9%	-0,9%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA nawozy	998	600	601	578	601
EBITDA tworzywa	-10	-33	253	238	215
EBITDA chemia	135	271	292	322	309
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	1 064	1 134	1 143
Amortyzacja	479	511	517	589	657
Kapitał obrotowy	300	137	-28	-8	-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	-135	-167	-213
Dywidenda/buyback	0	-83	-78	-104	-142
FCF	403	-214	-242	-27	122
FCF/EBITDA	31%	-21%	-20%	-2%	10%
CFO/EBITDA	125%	114%	86%	89%	90%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Mocznik (PLN/t)	1 504	1 563	1 629	1 673	1 662	1 641	1 619	1 633	1 635	1 648	1 627
Saletra (PLN/t)	1 256	1 321	1 376	1 391	1 367	1 345	1 323	1 338	1 339	1 350	1 327
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	10 053	10 477	10 899	10 939	10 957	10 964	11 215	11 372	11 558	11 589
EBITDA	1 239	1 269	1 277	1 288	1 356	1 334	1 294	1 305	1 316	1 359	1 359
marża EBITDA	12,6%	12,6%	12,2%	11,8%	12,4%	12,2%	11,8%	11,6%	11,6%	11,8%	11,7%
EBIT	722	680	619	601	681	691	681	707	727	773	773
Podatek	123	121	108	105	121	124	123	128	132	141	142
CAPEX	-1 330	-1 168	-1 033	-634	-590	-573	-578	-583	-568	-589	-586
Kapitał obrotowy	-28	-8	-14	-14	-1	-1	0	-8	-5	-6	-1
FCF	-242	-27	122	536	644	636	593	586	611	622	630
PV FCF	-242	-25	104	424	470	427	366	333	318	299	
WACC	8,2%	8,1%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	10 495	11 052	11 676	12 111	12 486
Aktywa trwałe	6 943	7 651	8 468	9 054	9 440
Kapitał własny	6 286	6 534	6 974	7 342	7 621
Udział mniejszości	626	595	620	644	663
Dług netto	-13	273	653	855	958
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	0,3	0,5	0,7	0,8
Dług netto/kap. wł. (x)	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	9,8	8,3	7,1	7,6	6,8	6,1
Maksimum	36,7	123,0	41,2	17,1	13,1	11,1
Mediana	24,5	16,3	12,1	11,6	8,4	7,5
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 475
Dług netto	273
Inne korekty	-595
Wycena DCF na akcję (PLN)	63,08

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	75,46
DCF	50%	63,08
Cena wynikowa		69,27
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		73,64

Polwax kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs Spółki w grudniu nieco odreagował poprzednie spadki, ale nadal oscyluje wokół historycznych minimów, mimo że wyniki za 3Q zneutralizowały większość obaw jakie pojawiły się po raporcie za 2Q. Wszystko wskazuje na to, że w 2017 roku, mimo problemów z przeprowadzeniem podwyżek cen, Spółce uda się zneutralizować spadek marży dodatkowymi wolumenami. Nie bez znaczenia jest też większa skala kontraktu zniczowego z siecią Biedronka (w samym 3Q przychody z tego kanału wzrosły o 11%, co tylko częściowo wynikało z przyspieszenia harmonogramu dostaw), który z uwagi na spadek cen gaczy na przestrzeni roku (kontrakt negocjowany w 1Q) powinien wykazać też wyższą rentowność niż przed rokiem. Obserwowane obecnie wzrosty cen ropy i spadek rentowności na produktach ciężkich w rafineriach powinien tymczasem wspierać marże realizowane przez Polwax w kolejnych kwartałach, z uwagi na oczekiwany spadek podaży gaczy z kierunku wschodniego (wzrost spotowych cen gaczy) i zwiększenie konkurencyjności zakupów surowca z Lotosu, które są oparte o formułę powiązaną z kwotowaniami ICIS. W niniejszym raporcie korygujemy prognozy na rok 2017 z uwagi na komunikowany księgowy odpis na 1,2 mln PLN, ale wycena i oczyszczone rezultaty praktycznie pozostają bez większych zmian (przesuwamy też część nakładów na projekt Future na końcówkę 2017). Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Zwracamy uwagę, że na bazie oczyszczonych wyników 2017 Spółka jest wyceniana na 5,5x P/E i 4,4x EV/EBITDA, a przecież ubiegły rok był jednym z trudniejszych jeśli chodzi o otoczenie rynkowe.

Cena bieżąca

11,95 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

20,56 PLN

+72,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	20,56 PLN	2018-01-05	
poprzednia	kupuj	20,53 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane			PWX PW	vs. WIG
Ticker	PWX PW	Zmiana 1M	+18,4%	+13,7%
ISIN	PLPOLWX00026	Zmiana YTD	+8,1%	+5,7%
Liczba akcji (mln)	10,3	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	123,1	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	144,5	EV/EBITDA 12M fwd	6,3	+8,6%
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	294,7	333,1	334,9
EBITDA	34,2	31,0	28,8	32,5	35,8
marża EBITDA	12,2%	10,5%	9,8%	9,8%	10,7%
EBIT	30,0	26,4	24,0	27,8	31,1
Zysk netto	23,8	20,9	19,2	21,4	23,8
P/E	5,1	5,9	6,4	5,8	5,2
P/BV	1,6	1,4	1,2	1,0	0,8
EV/EBITDA	4,4	4,8	5,0	6,3	6,8
DPS	1,21	1,06	0,00	0,00	0,00
DYield	10,1%	8,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-3,9%	+1,7%	+0,8%
Zysk netto			-5,4%	+0,5%	+0,3%
Capex			+34,0%	+0,3%	-6,8%
Parafiny EUR/t			-1,4%	+9,1%	+1,4%
EUR/PLN			+1,2%	+1,3%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	280,7	294,6	294,7	333,1	334,9
znicze	64,6	58,0	60,0	59,4	59,4
parafiny znicze/świece	154,4	161,2	154,4	180,2	181,4
parafiny specjalistyczne	53,9	62,7	67,5	80,7	81,3
Zysk brutto ze sprzedaży	51,5	49,4	49,0	53,1	56,8
Marża brutto ze sprzed	18,4%	16,8%	16,6%	16,0%	17,0%
K. sprzedaży/przychody	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Saldo na dz. pozostałej	0,6	0,5	-1,2	0,0	0,0
Saldo finansowe	-0,4	-0,5	-0,3	-1,4	-1,7
Wolumen w tys. ton	58,4	59,7	62,5	63,0	63,0
w tym segm. zniczowy	42,8	42,5	43,0	43,0	43,0
segment przemysłowy	15,6	17,2	19,5	20,0	20,0
Dynamika cen					
segment zniczowy	-5,8%	5,1%	-5,3%	16,7%	0,7%
segment specjalistyczny	3,4%	5,4%	-4,9%	16,7%	0,7%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Parafiny (EUR/t)	1028	1222	1240	1372	1470	1470	1470	1470	1470	1470	1470
Gaz (EUR/t)	621	727	719	769	790	790	790	790	790	790	790
EUR/PLN	4,26	4,18	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15
Przychody	294,7	333,1	334,9	419,3	465,4	467,3	469,3	471,3	473,2	475,3	475,3
EBITDA	28,8	32,5	35,8	41,0	53,6	52,3	52,3	52,2	52,1	52,0	52,0
marża EBITDA	9,8%	9,8%	10,7%	9,8%	11,5%	11,2%	11,1%	11,1%	11,0%	10,9%	10,9%
EBIT	24,0	27,8	31,1	31,0	43,0	41,0	40,3	40,4	40,4	40,5	37,8
Podatek	4,6	5,3	5,9	5,9	8,2	7,8	7,7	7,7	7,7	7,7	7,2
CAPEX	-19,6	-83,3	-68,3	-12,6	-14,0	-14,0	-14,1	-14,1	-14,2	-14,3	-14,2
Kapitał obrotowy	-1,0	-4,4	3,0	-15,7	-7,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
FCF	4,4	-59,9	-34,8	7,5	24,5	30,9	30,9	30,7	30,5	30,4	31,0
PV FCF	4,3	-54,2	-29,3	5,9	17,9	20,9	19,4	17,9	16,5	15,2	
WACC	8,4%	7,5%	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	23,0	21,7	31,6
CFO/EBITDA	93%	69%	80%	67%	88%
Capex	9,6	5,0	19,6	83,3	68,3
Kapitał obrotowy	74,3	77,8	78,8	83,2	80,2
Kapitał własny	77,0	87,1	106,4	127,7	151,6
Dług netto	30,1	24,9	21,4	83,1	119,9
Dług netto/EBITDA (x)	0,9	0,8	0,7	2,6	3,3

Analiza porównawcza

	17P	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	18P	19P
Minimum	8,0	8,8	8,7	5,0	5,5	5,5	5,5	5,5
Maksimum	46,4	20,1	19,0	13,7	12,9	12,2	12,2	12,2
Mediana	12,4	11,8	10,9	7,2	6,5	6,2	6,2	6,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	238
Dług netto	25
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	20,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	17,85
DCF	50%	20,70
cena wynikowa		19,27
koszt kapitału 9M		6,7%
cena docelowa za 9M		20,56

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 najniższej od 3Q'16. Dodatkowo presję na przyszłe wyniki budują spadające ceny produktów styrenowych, na których marże produkcyjne są obecnie najniższej 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). Po udanym wezwaniu na akcje (główny właściciel posiada ponad 90% akcji) podmiot zależny od Michała Sołowowa (FTF Galleon) złożył wniosek o zwołanie NWZA w sprawie zniesienia dematerializacji i wycofania akcji Synthosu z obrotu giełdowego. Jeżeli wniosek zostanie zaakceptowany, to akcjonariusze mniejszościowi mogą pozostać nie płynnymi akcjami bez możliwości sprzedaży w przyszłości. Pozostawiamy naszą ceną docelową bez zmian (4,73 PLN/akcja) oraz rekomendację trzymaj (bez zmian).

Cena bieżąca

4,88 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,73 PLN

-3,1%

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

Podstawowe dane			SNS PW	vs. WIG
Ticker	SNS PW	Zmiana 1M	+2,5%	-2,2%
ISIN	PLDWORY00019	Zmiana YTD	0,0%	-2,4%
Liczba akcji (mln)	1 323,3	Średni obrót 1M	8,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 457,5	Średni obrót 6M	5,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 182,1	EV/EBITDA 12M fwd	9,5	+4,3%
Free float	37,5%	EV/EBITDA 5Y avg	9,1	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	15,2	25,2	15,5	18,9	15,4
P/BV	2,8	3,5	4,0	3,6	3,3
EV/EBITDA	11,6	11,8	10,0	11,3	9,4
DPS	0,25	0,53	0,50	0,12	0,18
DYield	5,1%	10,9%	10,2%	2,5%	3,7%
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

redukuje (podwyższona)

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

Obecny rok może być dla sektora rafineryjnego znacznie trudniejszy niż poprzednie, szczególnie że spółki raczej przyzwyczyły inwestorów do pozytywnych zaskoczeń w poprzednich kwartałach. Pierwszym ostrzeżeniem powinny być oczyszczone wyniki za 4Q'17, które pierwszy raz od 2014 roku wykażą ujemną dynamikę r/r, z uwagi na tąpnięcie marż modelowych w końcówce roku. Utrzymujemy naszą tezę, iż to osłabienie otoczenia makro nie jest jednorazowe i wynika nie tylko z sezonowości, ale z szeregu strukturalnych fundamentalnych zmian jakie zachodzą w sektorze (momentum nowych mocy i modernizacji zwiększających podaż paliw, wzrost kosztów zużycia własnych i pogorszenie rentowności na niszowych produktach ciężkich z uwagi na drożącą ropę, wygasanie pozytywnego efektu popytowego, osłabienie dolara, wyższe koszty gazu, rosnący eksport diesla z Chin). 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). Ten 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, ale przy obecnym kursie podnosimy rekomendację ze sprzedaży do redukcji.

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.	7,6	5,8	4,5	6,5	5,9
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	58,48 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	51,53 PLN	-11,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuj	51,53 PLN	2018-01-05	
poprzednia	sprzedaj	51,53 PLN	2017-11-29	
Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	+6,3%	+1,5%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	+1,4%	-1,1%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	14,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 811,4	Średni obrót 6M	19,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 980,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	-15,5%
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	-	10,6	6,6	14,1	13,4
P/BV	1,4	1,3	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	14,5	5,3	4,7	6,4	5,8
DPS	0,00	0,00	1,00	1,59	1,66
DYield	0,0%	0,0%	1,7%	2,7%	2,8%
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

W naszym konserwatywnym scenariuszu dla marż rafineryjnych i petrochemicznych, akcje węgierskiego koncernu ze względu na relatywnie niższą wycenę, traktujemy trochę 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 (5,1x vs. 8,3x dla PKN i 6,5x dla LTS). Dodatkowo Spółka oferuje bardzo wysoki FCF yield w perspektywie najbliższych kilku lat (efekt zrównoważonej strategii inwestycyjnej), który powinien się przekładać na transfery do akcjonariuszy (DYield 2,7%, zapowiedź dywidendy specjalnej oraz potencjał do umarzania akcji własnych). Potencjalnym źródłem zaskoczenia mogą być też przedstawione ostatnio działania efektywnościowe (ostrożnie uwzględniamy tylko połowę z zaplanowanych 47 mld HUF celów 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

3 062 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

3 104 HUF

+1,4%

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

Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	+2,3%	-2,5%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	+1,9%	-0,5%
Skor. I. akcji (mln)	743,3	Średni obrót 1M	1 538,4 mln HUF	
MC (mln HUF)	2 275 974,6	Średni obrót 6M	1 883,2 mln HUF	
EV (mln HUF)	3 013 080,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	-0,0%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,4	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	7,6	11,4	11,3
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.	4,5	5,3	4,5	5,1	5,0
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

(md 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	17P	EV/EBITDA	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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wydaje się, że powodem pogorszenia sentymentu na akcjach PGNiG w ostatnich miesiącach jest przeświadczenie rynku o negatywnym wpływie ostatnich wzrostów cen ropy na rentowność segmentu obrotu w 2018 roku. Tymczasem kluczową kwestią z punktu widzenia Spółki nie jest sam poziom notowań ropy, ale ich relacja do cen gazu. Notowania na giełdach europejskich i TGE wskazują, że jak na razie wyższe koszty są bez problemu przenoszone na klientów końcowych (przypominamy, że dostawy dla klientów komercyjnych są zwolnione z taryf od października 2017). Problemem może być rentowność na „starym” kontrakcie katarskim i w regulowanej kategorii gospodarstw domowych, ale ze względu na skalę wolumenów nie zachwieje to wynikiem Grupy. Nie można też zapominać, że w segmencie wydobywczym, przy obecnym poziomie cen, dodatkowy przychód wyniesie 0,7 mld PLN. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, wskazując że na naszych prognozach Spółka jest wyceniana nie tylko znacznie poniżej swojej grupy porównawczej, ale również z dyskontem do polskich spółek energetycznych, mimo odmiennego profilu ryzyka i FCF. Oczekujemy, że pozytywnymi katalizatorami w tym roku powinny być efekty liberalizacji w segmencie obrotu (stabilizacja marży klientowskiej na atrakcyjnym poziomie, zyski na animacji, zwrot z magazynów), możliwe akwizycje na szelfie norweskim po finalnej alokacji przepustowości na Baltic Pipe (do końca stycznia) oraz oczekiwany wynik arbitrażu z Gazpromem (grudniowy wyrok w sprawie Naftohazu zwiększa szanse na urynkowanie formuły cenowej, co nie tylko przyniesie płatność retrospektywną, ale również zneutralizuje średnioterminowe ryzyko „dekorelacji” cen gazu i ropy).

Rachunek wyników i dane operacyjne

(młn 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
distribucja	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 młn 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

(młn 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 Cena docelowa

6,30 PLN **potencjał zmiany**

7,73 PLN **+22,7%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	7,73 PLN	2017-12-01

Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	+7,5%	+2,8%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	+0,2%	-2,3%
Liczba akcji (młn)	5 778,3	Średni obrót 1M	20,1 młn PLN	
MC (młn PLN)	36 403,4	Średni obrót 6M	19,6 młn PLN	
EV (młn PLN)	36 314,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,5	-16,6%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	5,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(młn 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	17,4	15,5	10,1	8,7	8,5
P/BV	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	6,2	6,2	4,9	4,2	4,0
DPS	0,20	0,18	0,20	0,31	0,36
DYield	3,2%	2,9%	3,2%	4,9%	5,7%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz EU (EUR/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(młn 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

(młn 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 (4,9x), 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 ostatnich tygodniach kurs Spółki, co prawda zareagował w końcu na negatywne tendencje na marżach rafineryjnych i dyferencje Ural/Brent, ale nadal w naszym scenariuszu normalizacji marż modelowych w przyszłym roku, mnożnik ten rośnie skokowo powyżej 8,0x, 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 LIFO r/r), a ośią 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 szczególnie, że retoryka Zarządu pod tym względem się zmieniła). Biorąc powyższe pod uwagę utrzymujemy rekomendację sprzedaj dla akcji Orlenu.

Cena bieżąca

107,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

81,80 PLN

-23,6%

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

Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	-0,8%	-5,6%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	+0,9%	-1,5%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	63,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	45 764,9	Średni obrót 6M	77,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	49 067,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,5	-7,1%
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	16,1	8,7	6,9	16,8	19,4
P/BV	2,1	1,7	1,4	1,4	1,3
EV/EBITDA	8,8	5,4	4,5	8,0	8,2
DPS	1,65	2,13	3,00	3,40	3,18
DYield	1,5%	2,0%	2,8%	3,2%	3,0%
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.	5,4	6,7	4,9	8,3	8,6
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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Po początkowej dość chłodnej reakcji, kompromis ws reformy ETS powoli zaczyna wpływać na notowania uprawnień do emisji (obecnie powyżej 8 EUR/t), co wraz z kontynuacją wzrostów cen węgla ARA buduje bardzo korzystne otoczenia dla czystych zintegrowanych wytwórców, do których niewątpliwie można zaliczyć CEZ (emisyjność poniżej 0,5 t CO₂/MWh i ponad 80% generacji bez ekspozycji na zmienne koszty paliwa). 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 2018-20 wynosił w listopadzie 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 2018-20 rzędu 6,3%). Końcówka 2017 roku nie była zbyt dobra jeśli chodzi o sentyment do sektora utilities w Europie (MSCI EU Utilities -6% od listopada), ale wspomniane otoczenie makro powinno naszym zdaniem przywrócić lepsze nastroje. W tym kontekście podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji CEZ.

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

509,50 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

548,60 CZK

+7,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	548,60 CZK	2017-12-01

Podstawowe dane		CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	+3,9% -0,8%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+2,6% +0,2%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	133,6 mln CZK
MC (mld CZK)	274,1	Średni obrót 6M	166,1 mln CZK
EV (mld CZK)	424,6	EV/EBITDA 12M fwd	7,9 +16,8%
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	13,2	19,2	15,0	15,5	15,0
P/BV	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA	6,3	7,2	7,8	7,3	7,1
DPS	39,61	39,64	33,00	30,58	29,59
DYield	7,8%	7,8%	6,5%	6,0%	5,8%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (EUR/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
EUR/CZK		0,0%	0,0%	0,0%	
CO ₂ (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans i CF

(mln CZK)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	72 579	48 953	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 akumuluj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W grudniu kurs Enei nadal był pod presją, a obok generalnie słabego sentymentu do sektora w całej Europie przyczyną tego mogło być też zapowiedziane uzupełnienie statutu Spółki o „realizację zadań związanych z bezpieczeństwem energetycznym”. Słabsze wyniki za 3Q'17 związane z negatywnym wpływem przestoju remontowego jasno zasygnalizowały rynkowi, że trudno oczekiwać pozytywnych niespodzianek w 4Q'17. Wydaje się, że spadek clean dark spreadu w 2018 również został już zdyskontowany, podobnie jak mniej korzystna konstrukcja rynku mocy, a jedyną niewiadomą pozostaje tegoroczna utylizacja mocy wytwórczych uzupełnionych o nowy blok 1000 MW. Jeśli w tym względzie Spółka nie rozczaruje (na razie utrzymaliśmy założenie pełnego wykorzystania mocy z nowego bloku, co jest zgodne z aktualnymi deklaracjami Zarządu) to przy utrzymującej się wzrostowej tendencji na rynku węgla i zaskakująco mocnych odczytach cenowych na TGE (kontrakt na rok 2019 na 183 PLN/MWh implikowałby wzrost marży dla zintegrowanych wytwórców o 8 PLN/MWh r/r już po kosztach CO₂), akcje Enei stają się coraz bardziej interesujące. Nie bez znaczenia może być także realny w naszej opinii scenariusz zamrożenia projektu „Ostrołęka C” (przekroczenie budżetu i duży rozstrzał złożonych ofert). W tym kontekście po ostatniej przecenie podnosimy rekomendację z trzymaj do akumuluj. Waluacja na poziomie 4,2x EV/EBITDA'18 nie wydaje się zbyt wymagająca, szczególnie że Enea jako jedyna obok Energi utrzymuje poki co wypłatę dywidendy.

Cena bieżąca

12,19 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,82 PLN

+5,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	12,82 PLN	2018-01-05
poprzednia	trzymaj	12,82 PLN	2017-12-01
Podstawowe dane			
	ENA PW	Zmiana 1M	+3,8% -0,9%
Ticker	PLENEA000013	Zmiana YTD	+6,0% +3,6%
ISIN		Średni obrót 1M	6,6 mln PLN
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 6M	7,4 mln PLN
MC (mln PLN)	5 381,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,2 -18,8%
EV (mln PLN)	12 332,4	EV/EBITDA 5Y avg	5,1 dyskonto
Free float	48,5%		

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	-	6,9	5,4	5,8	6,6
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,7	4,6	4,7	4,3	4,6
DPS	0,47	0,00	0,25	0,34	0,32
DYield	3,9%	0,0%	2,1%	2,8%	2,6%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
CO ₂ (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	1 972	2 520	2 590	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
dystribucja	1 139	1 111	1 066	1 093	1 146
obróć	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
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	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 (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Nadal uważamy, że korelacja kursu Energi z pozostałymi spółkami z branży w ostatnich miesiącach nie była uzasadniona z uwagi na ograniczoną wrażliwość na rynkowy clean dark spread (większość produkcji z El. Ostrołęka jest wymuszana przez PSE i wynagradzana według niezależnego mechanizmu usług systemowych) i brak negatywnej ekspozycji na drożące CO₂. Zmiany w ustawie o rynku mocy dotyczące braku podziału na koszyki cenowe paradoksalnie również mogą 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 w rozmowach z bankami). Złożone w przetargu oferty przekraczają budżet inwestora, co wraz z ich rozkładem (duży rozstrzał i najniższa cena od konsorcjum chińskiego) zwiększa prawdopodobieństwo anulowania projektu bądź jego przeformatowania (moc, paliwo). Tymczasem aktualne wyniki finansowe Spółki 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. W najbliższych latach prawie 90% strumienia EBITDA będzie generowane przez bezpieczne segmenty „utilities”, co nie współgra z bardzo niskimi wskaźnikami EV/EBITDA. Utrzymujemy rekomendację kupuj z nieznacznie wyższą ceną docelową (przesunięcie czasowe DCF), korygując w dół prognozy zysku netto 2017 (zdarzenie jednorazowe).

Cena bieżąca

12,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,97 PLN

+18,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	14,97 PLN	2018-01-05
poprzednia	kupuj	14,81 PLN	2017-12-01
Podstawowe dane			
	ENG PW	Zmiana 1M	+1,9% -2,8%
Ticker	PLENERG00022	Zmiana YTD	-1,0% -3,5%
ISIN		Średni obrót 1M	12,2 mln PLN
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 6M	15,1 mln PLN
MC (mln PLN)	5 217,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,6 -9,8%
EV (mln PLN)	9 781,7	EV/EBITDA 5Y avg	5,1 dyskonto
Free float	48,5%		

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	10 804,0	10 181,0	10 540,0	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	970,7	1 210,2	1 250,9
Zysk netto	832,0	151,0	669,4	798,0	799,9
P/E	6,3	34,6	7,8	6,5	6,5
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,1	4,9	4,8	4,4	4,4
DPS	1,44	0,49	0,19	0,24	0,29
DYield	11,4%	3,9%	1,5%	1,9%	2,3%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			-9,4%	-0,0%	+0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO ₂ (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

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	-218	-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	1 943	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	9 368	10 064	10 744
Dług netto	3 879	4 664	4 515	4 429	4 591
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
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	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	971	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	318	368	171	-179	-166	11	587	872	872	899	935
PV FCF	318	343	148	-145	-125	8	384	530	493	471	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	10 687
Dług netto	4 666
Inne korekty	-210
Wycena DCF na akcję (PLN)	14,03

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	24,80
DYield-porównawcza	0%	5,61
DCF	100%	14,03
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		14,97

PGE akumuluj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Oczekiwaliśmy, że ogłoszenie strategii dla ciepłownictwa wraz z widocznym odbiciem cen terminowych na TGE będzie pozytywnym katalizatorem dla akcji PGE. Tymczasem Spółka zamiast marketingu potencjalnych synergii po przejęciu EDF Polska zaserwowała inwestorom perspektywę znacznych nakładów inwestycyjnych przy dość niskim poziomie IRR. Większość „rozwojowego” capex jest co prawda alokowana na dość odległy okres 2024-30, ale wciąż około 4 mld PLN PGE planuje wydać w najbliższych 5 latach, a oczekiwany przyrost EBITDA z tego tytułu to zaledwie 250 mln PLN rocznie (implikowana stopa zwrotu to zaledwie kilka procent). Ta rozczarowująca strategia popsuła odbudowujący się powoli sentyment wokół Spółki, ale naszym zdaniem nie przekreśla naszej pozytywnej rekomendacji (podnieśliśmy zalecenie w grudniu po mocnym spadku kursu i rewizji prognoz). Nadal uważamy, że wyniki 2018 przy obecnym konserwatywnym nastawieniu konsensusu mogą przebić rynkowe oczekiwania, szczególnie że na razie nie uwzględniają one żadnych synergii kosztowych po akwizycji EDF. 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. Pozytywnym katalizatorem może być także planowane na początek roku ogłoszenie przez Ministerstwo Energii projektu systemu wsparcia kogeneracji, a także ewentualne rozwodnienie udziału PGE w projekcie atomowym (obecnie Spółka ma 70%, ale coraz głośniej mówi się o zmianie formuły finansowania i przystąpieniu nowych inwestorów do tego przedsięwzięcia).

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
distribucja	2 461	2 230	2 310	2 368	2 403
obrót	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%

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%

Cena bieżąca

12,35 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

13,20 PLN

+6,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	13,20 PLN	2017-12-01

Podstawowe dane	PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M +4,0% -0,7%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD +2,5% +0,1%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M 20,2 mln PLN
MC (mln PLN)	23 091,8	Średni obrót 6M 24,9 mln PLN
EV (mln PLN)	32 716,2	EV/EBITDA 12M fwd 4,6 -8,0%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg 5,0 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	-	9,0	5,7	6,8	8,3
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	3,1	3,8	4,1	4,4	4,6
DPS	0,78	0,25	0,00	0,00	0,00
DYield	6,3%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
CO2 (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

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

	17P	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	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%		

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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Na przestrzeni ostatnich 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. Spółka na wskaźniku EV/EBITDA'18 jest wyceniana najwyżej na tle lokalnych konkurentów, a na horyzoncie brakuje pozytywnych katalizatorów i dlatego utrzymujemy neutralną rekomendację. Sentyment do Tauronu mógłby się odwrócić gdyby na przestrzeni kolejnych kwartałów Spółka udowodniła zdolność do ustabilizowania wolumenów wydobycia na wyższym poziomie, a jednocześnie ceny energii na rok 2019 utrzymałyby się na obecnych wysokich poziomach (182 PLN/MWh) i notowania CO₂ przestałyby rosnąć.

Cena bieżąca

3,13 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,23 PLN

+3,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	3,23 PLN	2017-12-01

Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	+1,0%	-3,8%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	+2,6%	+0,2%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	8,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 485,5	Średni obrót 6M	10,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	15 456,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	-3,6%
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	-	14,9	3,9	4,6	5,8
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			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO ₂ (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	3 533	3 374	3 396	3 451	3 401
EBITDA	3 523	3 337	3 599	3 451	3 401
wytwarzanie	755	545	416	279	182
wydobycie	9	-82	-19	180	106
distribucja	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
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	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	399	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

Cyfrowy Polsat na początku grudnia'17 przejął 32% udziałów w Netii i ogłosił chęć wezwania do progu 66%. Do przejęcia 34% udziałów wymagana jest zgoda UOKiK, która jest prawdopodobna (połączenie telekomu mobilnego i stacjonarnego, naszym zdaniem jedynie koncentracja na rynku płatnej TV budzi ryzyko), ale nie jest jeszcze pewna. Na chwilę obecną nie mamy też pewności dot. ceny w wezwaniu na pozostałe udiały w Netii (po wezwaniu do 66% kolejne 34% pozostanie w obrocie giełdowym), o ile zostanie przeprowadzone. Stąd, przy obecnym poziomie wyceny giełdowej Netii, tj. 5,36 PLN, mamy neutralne podejście. Z jednej strony cena w wezwaniu może osiągnąć 5,77 PLN na wszystkie walory (tj. +7,6% vs. obecna cena). Z drugiej strony Netia bez synergii z włączenia do grupy Cyfrowego Polsatu, jest przez nas wyceniana na 4,00 PLN. Cyfrowy zapowiedział już, że nie planuje dywidendy z Netii. Co więcej, sądzimy, że cały generowany przez Netię FCF będzie przeznaczany na infrastrukturę. Cyfrowy może być zdeterminowany do przyspieszonej modernizacji przestarzałej sieci Netii, zwłaszcza w kontekście ostatnich informacji na temat porozumienia Orange Polska i T-Mobile, co do usług BSA na sieci FTTH.

Cena bieżąca

5,36 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

4,00 PLN

-25,4%

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

Podstawowe dane			NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	+26,4%	+21,7%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-0,4%	-2,8%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 806,6	Średni obrót 6M	1,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 135,8	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	+43,2%
Free float	100,0%	EV/EBITDA 5Y avg	4,5	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	816,3	55,5	32,3	42,2	51,2
P/BV	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1
EV/EBITDA	4,6	4,7	5,6	6,4	7,1
DPS	0,60	0,39	0,38	0,20	0,20
DYield	11,2%	7,4%	7,1%	3,7%	3,7%
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

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Orange Polska kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Orange Polska w ciągu ostatniego miesiąca zachowywały się lepiej od rynku (+5,2% vs. WIG). Wbrew konsensusowi rynkowemu, podtrzymujemy nasze pozytywne zalecenie inwestycyjne. Zarząd zapowiedział cięcie kosztów we wrześniu'17 i szybko potwierdził wiarygodność planów: w wynikach 3Q'17 widzimy znaczny spadek kosztów sprzedaży (o 13% R/R), Spółce udało się wynegocjować redukcję etatów aż o 2 700 osób w latach 2018-19. Obecnie Orange Polska jest notowane na EV/EBITDA'17 = 5,1x, z ponad 20% dyskontem do telekomów CEE. Spółka jest w fazie capexowej za co należy jej się dyskonto, z drugiej strony wzrost EBITDA w okresie 2017-20 rządu 12,8% jest wyższy niż średnia dla telekomów CEE, tj. +5,8%. Transakcja zakupu Netii uwiarygodniła strategię konwergentną Orange, a cena za Netię (EV = 2,5 mld PLN) stanowi punkt odniesienia dla stacjonarnej nogi Orange Polska. Naszym zdaniem część mobilną Spółki można porównać do Play (EV = 15,6 mld PLN), z kolei Netia przypomina stacjonarną część Orange, z tym że jej skala jest 3 razy mniejsza i nie czerpie korzyści z hurtowego wynajmu sieci. Stąd obecne EV Orange Polska rządu 13,8 mld PLN wydaje się dość niskie. Dodatkowo, Orange Polska poinformowało o rozpoczęciu negocjacji z T-Mobile Polska w zakresie hurtowego dostępu szerokopasmowego (BSA) na sieci FTTH. Sądzymy, że NPV strumienia od T-Mobile może zrekompensować ponad 1/3 nakładów na sieć, co może zmienić negatywne podejście rynku do projektu FTTH, szczególnie że część płatności od T-Mobile pojawi się w formie opłaty wstępnej. Dodatkowo, Play (jako jedyny gracz mobilny) może też być zainteresowany usługą BSA, co wpisywałoby się w jego strategię „light asset”.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
dost. szerokopasm. (tys.)	2 105	2 206	2 456	2 741	3 120
klienci ust. głosowe (tys.)	4 194	3 932	3 577	3 157	2 725
Przychody	11 840	11 538	11 366	11 297	11 359
telefonnia komórkowa	5 498	6 324	6 192	6 093	6 105
telefonnia stacjonarna	5 083	4 720	4 568	4 556	4 606
pozostałe	616	494	606	648	648
Koszty	8 480	8 445	8 592	8 337	8 237
koszty pracownicze	1 713	1 636	1 680	1 581	1 473
usługi obce	6 271	6 432	6 424	6 412	6 439
poz. przychody i koszty	367	377	360	344	325
rozwiązanie stos. pracy	129	0	128	0	0
sprzedaż aktywów	71	70	103	110	95
EBITDA	3 431	3 163	2 877	3 069	3 217
marża	29,0%	27,4%	25,3%	27,2%	28,3%
Zysk netto	254	-1 746	-7	299	545

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	11 366	11 297	11 359	11 530	11 672	11 826	11 928	12 012	12 079	12 132	12 132
EBITDA	2 877	3 069	3 217	3 390	3 462	3 508	3 546	3 563	3 563	3 574	3 574
marża EBITDA	25,3%	27,2%	28,3%	29,4%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,5%	29,5%	29,5%
Amortyzacja	2 566	2 416	2 290	2 185	2 099	2 031	1 979	1 944	1 923	1 917	1 917
EBIT	305	647	921	1 199	1 358	1 471	1 560	1 613	1 634	1 651	1 651
Podatek	58	123	175	228	258	280	296	306	310	314	314
NOPLAT	247	524	746	971	1 100	1 192	1 264	1 307	1 323	1 337	1 337
CAPEX	-2 038	-2 112	-2 071	-1 972	-2 248	-2 200	-1 762	-1 785	-1 827	-1 869	-1 869
Kapitał obrotowy	-415	-819	-162	-117	-94	-84	-92	-95	-96	-98	-98
FCF	360	9	803	1 068	857	938	1 389	1 371	1 323	1 288	1 288
PV FCF	359	8	708	885	668	687	956	887	805	737	
WACC	6,2%	6,1%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%
Dług netto / EV	48,6%	49,0%	46,4%	43,7%	43,3%	44,1%	42,9%	43,4%	44,2%	45,1%	45,1%
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

6,07 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,30 PLN

+20,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	7,30 PLN	2017-12-12

Podstawowe dane	OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M +10,0% +5,2%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD +4,8% +2,4%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M 12,8 mln PLN
MC (mln PLN)	7 963,8	Średni obrót 6M 15,4 mln PLN
EV (mln PLN)	14 725,0	EV/EBITDA 12M fwd 4,9 +7,1%
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	11 366	11 297	11 359
EBITDA	3 443	1 371	2 871	3 063	3 211
marża EBITDA	29,1%	11,9%	25,3%	27,1%	28,3%
EBIT	572	-1 354	305	647	921
Zysk netto	254	-1 746	-7	299	545
P/E	31,4	-	-	26,6	14,6
P/BV	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	3,5	10,9	5,1	4,8	4,4
DPS	0,50	0,25	0,00	0,00	0,00
DYield	8,2%	4,1%	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	2 537	2 549	2 042	1 896	2 672
CFO/EBITDA	74%	81%	71%	62%	83%
Capex	-1 998	-5 604	-2 097	-2 222	-2 166
Aktywa ogółem	21 652	22 588	22 640	22 181	22 667
Kapitał własny	11 975	10 007	9 994	10 294	10 838
Dług netto	3 982	6 932	6 759	6 865	6 169
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	2,2	2,3	2,2	1,9

Analiza porównawcza

	P/E			DYield - RFR		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	8,5	8,7	8,6	5,9%	5,9%	5,9%
Maksimum	3,8	3,7	3,6	-7,4%	-7,9%	-7,1%
Mediana	5,9	5,8	5,4	2,5%	2,9%	3,2%
waga	17%	17%	17%	0%	0%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	18 265
Dług netto	6 932
Inne korekty	2
Wycena DCF na akcję (PLN)	8,64

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,08
DCF	50%	8,64
Cena wynikowa		6,86
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		7,30

Agora kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

W ciągu ostatniego miesiąca notowania Agory były o ponad 18% gorsze od rynku, co naszym zdaniem nie jest uzasadnione. Podtrzymujemy pozytywne podejście. Obecnie Agora jest notowana na EV/EBITDA'17 = 5,8x, 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 rozbiu 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. Zwracamy także uwagę na pierwsze pozytywne zmiany po wejściu nowych do Zarządu: (1) Helios będzie otwierać restauracja typu fast casual, co patrząc na >10% wzrost rynku gastronomicznego oraz 13% wzrost sprzedaży w barach Agory R/R, odbieramy pozytywnie, (2) utworzono grupę podatkową w celu optymalizacji (efekt to nawet 5 mln PLN rocznie mniej podatku dochodowego).

Cena bieżąca

14,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,00 PLN

+28,6%

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

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	-13,5%	-18,2%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	-3,0%	-5,5%
Liczba akcji (mln)	47,7	Średni obrót 1M		0,6 mln PLN
MC (mln PLN)	667,3	Średni obrót 6M		0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	665,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	+4,7%
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	52,5	-	60,4	88,3	37,2
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	6,4	6,1	5,8	6,0	5,6
DPS	0,20	0,75	0,45	0,50	0,75
DYield	1,4%	5,4%	3,2%	3,6%	5,4%
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

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%

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

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

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

Cyfrowy Polsat na początku grudnia'17 przejął 32% udziałów w Netii i ogłosił chęć wezwania do progu 66%. Skutki transakcji można rozpatrywać w długim i krótkim terminie. W długim terminie transakcja niweluje podkreślane przez nas ryzyko braku nogi stacjonarnej. Dzięki rozbudowanej sieci szkieletowej, Cyfrowy zwiększył pojemność sieci, co jest ważne w warunkach rosnącego w tempie >50% R/R zużycia danych per użytkownik w sieciach mobilnych. Usługi Cyfrowego i Netii są komplementarne na polu B2B. W obszarze B2C, zakup Netii redukuje ryzyko odpływu klientów do szybkich sieci stacjonarnych (aż 1/3 użytkowników CPS pochodzi z miast >20 tys. osób). Natomiast w krótkim terminie, wskaźniki zadłużenia rosną, a sieć Netii wymaga kosztowej modernizacji i rozbudowy, co może pociągnąć za sobą znaczny CAPEX. Perspektywa dywidendy dla inwestorów odsuwa się więc w czasie. W dodatku pierwsze istotne efekty synergii będą widoczne naszym zdaniem dopiero od 2019. Pełna konsolidacja Netii (jej rozpoczęcie zależy od terminu przeprowadzenia wezwania) może pogorszyć dynamikę wyniku w 2018. Wzrost wyników Orange Polska, wycenianego z istotnym dyskontem do Cyfrowego Polsatu, w horyzoncie 3 lat będzie naszym zdaniem dużo wyższy. Obecnie podtrzymujemy neutralne nastawienie do spółki, wkrótce opublikujemy nasze zaktualizowane o przejęcie Netii prognozy finansowe.

Cena bieżąca

24,08 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

24,40 PLN

+1,3%

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

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	-1,5%	-6,2%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	-3,1%	-5,6%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	12,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 400,2	Średni obrót 6M	11,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	26 538,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	-10,9%
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	13,2	17,8	14,6	12,4	10,7
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	7,5	7,7	7,3	6,9	6,3
DPS	0,00	0,00	0,32	0,36	0,48
DYield	0,0%	0,0%	1,3%	1,5%	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 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 klientów	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

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Wirtualna Polska akumuluj (obniżona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Wirtualnej Polski były w grudniu'17 lepsze niż szeroki rynek (+5,3% vs. WIG). Podtrzymujemy pozytywne podejście, jednak naszą rekomendację obniżamy do akumuluj. 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, zwłaszcza że od 2018 r. w życie wchodzi zakaz handlu w niedziele. W grudniu'17 spółka podpisała z bankami dużą umowę kredytową o wartości 500 mln PLN, co może budzić ryzyko. Jednak podkreślamy, że na koniec 3Q'17 dług brutto WPL wynosi 211,3 mln PLN (a dług netto 180,1 mln PLN). Łączna wartość linii kredytowej wynosi 279,5 mln PLN. Stąd kwota, która może być przeznaczona na akwizycje jest dość duża (zwłaszcza że WPL generuje średnio 72 mln PLN FCF po odsetkach w latach 2017-19). Wskaźnik dług netto/EBITDA LTM wyniósł 1,25x. (ok.1,7x po zapłacie za mniejszościowe udziały w Domodi). Naszym zdaniem nowa umowa kredytowa zezwala spółkom z grupy na wypłatę dywidendy po spełnieniu szeregu warunków (szczegóły nie zostały podane). WPL chce dokonywać akwizycji na polu e-commerce, gdzie dotychczas spółka sukcesy, co oceniamy pozytywnie. Wierzymy we wzrost tej części rynku online.

Cena bieżąca

48,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

53,00 PLN

+10,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	53,00 PLN	2018-01-05	
poprzednia	kupuj	53,00 PLN	2017-11-03	
Podstawowe dane		WPL PW	vs. WIG	
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	+10,0%	+5,3%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	-0,6%	-3,1%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M	0,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 435,2	Średni obrót 6M	0,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 606,5	EV/EBITDA 12M fwd	10,1	-5,5%
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	331,3	26,2	26,1	19,7	16,5
P/BV	4,0	3,7	3,5	3,3	3,0
EV/EBITDA	17,3	13,2	12,0	9,8	8,5
DPS	0,00	0,00	1,28	1,36	1,82
DYield	0,0%	0,0%	2,7%	2,8%	3,8%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

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

Model DCF

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Asseco Poland trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Asseco Poland były nieco gorsze niż rynek w ciągu ostatniego miesiąca. Na chwilę obecną nie widzimy istotnych katalizatorów do wzrostów i podtrzymujemy neutralne podejście. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wyniki za 3Q'17 wypadły słabo: oczyszczony wynik netto był na poziomie 63,5 mln PLN, tj. spadek 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%. Kolejną ważną informacją 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

43,56 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

44,80 PLN

+2,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	44,80 PLN	2017-12-01

Podstawowe dane		ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	-
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	-
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	11,2 mln PLN
MC (mln PLN)	3 615,5	Średni obrót 6M	7,4 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,4
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	11,8

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	9,9	12,0	14,5	14,5	14,3
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/S	0,50	0,46	0,42	0,41	0,40
DPS	2,90	3,01	3,01	3,01	3,01
DYield	6,7%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
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	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 za 3Q'17 opublikowane przez spółkę 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, co poprawiło wyniki w 3Q'17 (zgodnie z zawartymi umowami miały zostać poniesione przez podmioty zewnętrzne). 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. Zwracamy uwagę na istotną deprecjację USDPLN r/r w 4Q'17 (-17% r/r na dzień 29.12.2017), co może mieć przełożenie na wyniki spółki w 4Q'17 (USA jest najważniejszym rynkiem pod względem sprzedaży). 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 sprzedaj za aktualną.

Wyniki i przepływy operacyjne

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

Model DCF

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

Cena bieżąca

98,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

74,34 PLN

-24,1%

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

Podstawowe dane			CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+1,7%	-3,0%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+1,0%	-1,4%
Liczba akcji (mln)	95,2	Średni obrót 1M	33,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 330,9	Średni obrót 6M	38,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	9 089,2	EV/EBITDA 12M fwd	23,1	+32,9%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	17,4	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	27,2	37,2	47,7	98,7	9,9
P/BV	18,1	12,0	9,6	8,7	4,6
EV/EBITDA	20,8	28,5	37,6	76,7	6,9
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	
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%	

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

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Comarchu. Spółka zapowiedziała w połowie grudnia nastawienie na rozwój segmentu ERP, chce zwłaszcza rozwijać swoje produkty, inwestować w rozwiązania chmurowe i istotnie zwiększyć skalę eksportu. Do strategicznych planów podchodzimy pozytywnie. W krótszym horyzoncie podkreślamy przełom w wynikach za 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 = 11,5x i EV/EBITDA'18=8,69, 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

197,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

205,00 PLN

+4,1%

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

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	+9,4%	+4,7%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+3,7%	+1,2%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 602,3	Średni obrót 6M	0,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 555,3	EV/EBITDA 12M fwd	8,8	+25,7%
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	20,0	22,9	26,6	19,6	16,6
P/BV	2,1	1,9	1,8	1,8	1,7
EV/EBITDA	9,3	8,9	11,5	8,9	8,1
DPS	0,00	0,00	1,50	10,00	10,00
DYield	0,0%	0,0%	0,8%	5,1%	5,1%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			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

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

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%	

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 (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Przejęcie pakietu kontrolnego (65,8%) w Grupie Kopex pozwoli Grupie Famur na zbudowanie największego podmiotu na polskim zapleczu górniczym oraz zakończy trwającą od kilku lat wojnę cenową na rynku. Transakcja przenosi Famur do światowej czołówki spółek zajmujących się produkcją maszyn i urządzeń dla górnictwa, co pozwala na zdobywanie bardziej kompleksowych i marżowych zleceń na rynkach zagranicznych. Zintegrowany podmiot, wpisujący się w rządowy program wspierania eksporterów, chce w najbliższych latach znacząco zwiększyć sprzedaż zagraniczną w oparciu o posiadaną ofertę dla górnictwa odkrywkowego i przeładunku (Famak) oraz podziemnego (Famur + Kopex). Famur w 4Q'17 poinformował o szeregu podpisanych nowych umów z kontrahentami na łączną kwotę 391 mln PLN (4x więcej r/r). W sumie skumulowana wartość kontraktów, o podpisaniu których informowała Spółka w ostatnich 12 miesiącach wyniosła 826 mln PLN i jest o 126% r/r wyższa. Trend podpisywanych nowych kontraktów wygląda obecnie podobnie jak miało to miejsce w latach 2011-2012. W poprzednim cyklu efektem tego były rekordowe w historii wyniki w 2012 i 2013 roku. Nowe podpisywane kontrakty naszym zdaniem będą pozytywnie wpływać na sentyment do akcji producenta maszyn i urządzeń dla górnictwa. Korygujemy nasze prognozy na 2017 rok ze względu na wyższe koszty zdarzeń jednorazowych (rezerwy, koszty restrukturyzacji, koszty połączenia). Obniżamy również oczekiwany poziom zadłużenia netto na koniec 2017 rok. W efekcie nasza wycena Grupy Famur wzrasta do 7,24 PLN/akcja (wcześniej 6,84 PLN/akcja). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Obroty Underground	641	792	974	941	1 012
Obroty Surface	162	238	388	406	429
Marża Underground	25,7%	24,4%	26,8%	26,4%	28,3%
Marża Surface	22,2%	21,0%	12,0%	18,4%	19,4%
Przepływy oper.	115	315	220	354	379
Amortyzacja	141	125	174	190	151
Kapitał obrotowy	-85	95	-94	-55	-43
Przepływy inw.	-160	-85	-286	-50	-87
CAPEX	76	83	286	85	87
Przepływy fin.	-2	185	207	-194	-109
Zmiana długu	4	196	-171	-180	-40
Dywidenda/buyback	0	0	0	0	-63
FCF	23	240	-88	260	286
FCF/EBITDA	12%	101%	-32%	58%	60%
CFO/EBITDA	63%	132%	58%	79%	80%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 609	2 059	2 177	2 249	2 309	2 363	2 410	2 457	2 506	2 556	2 607
zmiana (r/r)	56,3%	28,0%	5,7%	3,3%	2,7%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	378	446	477	497	515	539	546	557	570	581	594
marża EBITDA	20,5%	21,7%	21,9%	22,1%	22,3%	22,8%	22,7%	22,7%	22,7%	22,7%	22,8%
Amortyzacja	205	190	151	133	123	130	128	127	132	136	142
EBIT	173	256	325	364	392	409	418	430	437	445	452
Podatek	29	46	60	69	76	80	83	87	90	93	95
NOPAT	144	210	265	295	317	328	335	343	348	353	357
CAPEX	-297	-85	-87	-89	-128	-130	-133	-135	-138	-140	-142
Kapitał obrotowy	-140	-55	-43	-28	-24	-22	-20	-20	-20	-21	-19
FCF	-88	260	286	310	288	306	311	315	322	328	338
PV FCF	-88	240	243	243	207	204	190	178	168	157	
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

6,18 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,24 PLN

+17,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	7,24 PLN	2018-01-05	
poprzednia	kupuj	6,84 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	+4,7%	+0,0%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-0,3%	-2,8%
Liczba akcji (mln)	559,4	Średni obrót 1M	5,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 457,3	Średni obrót 6M	2,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 686,4	EV/EBITDA 12M fwd	7,3	+26,5%
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	1 363	2 059	2 177
EBITDA	184	239	279	446	477
marża EBITDA	23,0%	23,2%	20,5%	21,7%	21,9%
EBIT	43	114	106	256	325
Zysk netto	52	94	79	192	256
P/E	57,2	32,1	43,9	18,5	13,9
P/BV	3,3	3,0	2,3	2,0	1,8
EV/EBITDA	16,6	12,0	13,2	7,6	6,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,11
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			-6,6%	0,0%	0,0%
EBITDA			-12,0%	-1,1%	-1,0%
EBIT			-23,0%	+2,7%	+2,3%
Zysk brutto			-21,2%	+2,8%	+2,3%
Zysk netto			-35,0%	+3,0%	+2,3%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	1 259	1 775	3 193	3 269	3 469
Aktywa trwałe	701	670	1 228	1 088	1 024
Goodwill	220	220	220	220	220
Kapitał własny	890	993	1 515	1 805	1 997
Udział mniejszości	0	0	123	39	49
Dług netto	80	-135	106	-185	-407
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	-0,6	0,4	-0,4	-0,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	15,3	10,3	9,9	10,9	8,3	7,1
Maksimum	38,6	22,0	20,2	16,2	13,2	12,5
Mediana	24,5	17,7	16,1	14,5	12,7	10,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 742
Dług netto	-135
Inne korekty	-106
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,37

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	6,25
DCF	50%	7,37
Cena wynikowa		6,81
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		7,24

Grupa Kęty trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Według wstępnych szacunków Zarządu w 4Q'17 sprzedaż Grupy wyniosła 650 mln PLN (+18% r/r), EBITDA (+10% r/r) i zysk netto 46 mln PLN (-4,2% r/r). W efekcie dynamika sprzedaży i EBITDA w ostatnim kwartale była na wyższym poziomie niż w poprzednich kwartałach (sprzedaż +13-17,5% r/r; EBITDA +8,9-9,7% r/r). Zarząd przy okazji szacunkowych wyników poinformował, że koniunktura na rynku utrzymuje się na bardzo dobrym poziomie, a szacowana dynamika sprzedaży utrzymuje się na wyższym niż w 3Q'17 poziomie. Zarząd pozytywnie postrzega perspektywy rynku w 2018 roku. Szacowane przez Zarząd wyniki 3Q'17 implikują, że całoroczna sprzedaż wyniesie 2,6 mld PLN (+5,3% vs. całoroczna prognoza Zarządu), EBITDA 431 mln PLN (+2,7% vs. całoroczna prognoza Zarządu), a wynik netto 252 mln PLN (+6,9% vs. całoroczna prognoza Zarządu). Grupa Kęty wyraźnie wyróżnia się na tle polskich spółek przemysłowych przenosząc rosnące koszty produkcji na swoich klientów. Korygujemy w dół nasze prognozy na lata 2018-2019 z uwzględnieniem obserwowanych w ostatnim czasie wzrostów cen aluminium na rynku. Naszym zdaniem w 2018 roku Grupa Kęty ma potencjał do wypracowania niemal 3 mld PLN obrotów, przy EBITDA na poziomie 478 mln PLN i zysku netto 260 mln PLN. Naszym zdaniem również Grupę stać obecnie na wypłatę około 26 PLN dywidendy na akcję, co oznaczałoby stopę zwrotu na poziomie ponad 6%. Obniżamy naszą cenę docelową do 390,72 PLN/akcja (wcześniej 414,09 PLN) oraz pozostawiamy naszą rekomendację na niezmiennym poziomie trzymaj.

Cena bieżąca

408,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

390,72 PLN

-4,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	390,72 PLN	2018-01-05
poprzednia	trzymaj	414,09 PLN	2017-09-01
Podstawowe dane			
	KTY PW	Zmiana 1M	KTY PW vs. WIG
Ticker	PLKETY000011	Zmiana YTD	
ISIN			
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	2,5 mln PLN
MC (mln PLN)	3 871,9	Średni obrót 6M	2,8 mln PLN
EV (mln PLN)	4 413,9	EV/EBITDA 12M fwd	9,5 +3,1%
Free float	55,8%	EV/EBITDA 5Y avg	9,2 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	2 027	2 267	2 633	2 969	2 965
EBITDA	336	394	432	478	484
marża EBITDA	16,6%	17,4%	16,4%	16,1%	16,3%
EBIT	244	282	311	351	355
Zysk netto	210	278	253	260	260
P/E	18,4	13,9	15,3	14,9	14,9
P/BV	3,0	2,8	2,8	2,8	2,7
EV/EBITDA	12,2	10,8	10,2	9,5	9,5
DPS	14,41	17,95	30,00	26,63	21,96
DYield	3,5%	4,4%	7,4%	6,5%	5,4%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-4,8%	-7,9%	-7,9%
Zysk netto			+0,5%	-9,9%	-10,3%
Aluminium (USD/t)			+3,6%	+10,5%	+5,3%
Premia producencka (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Użyte aluminium (tys. t)			0,0%	+0,7%	+0,6%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA SOG	94	104	123	153	161
EBITDA SWW	99	139	145	151	154
EBITDA SSA	150	160	182	192	188
EBITDA pozostałe	-14	-10	-18	-18	-19
EBITDA/użyte aluminium	4	5	4	4	4
Przepływy oper.	267	315	319	329	407
Amortyzacja	92	112	121	127	129
Kapitał obrotowy	-24	-51	-79	-84	-10
Przepływy inv.	-206	-270	-155	-200	-200
CAPEX	206	270	155	200	200
Przepływy fin.	-55	-43	-108	-223	-192
Dywidenda/buyback	-136	-170	-285	-253	-208
FCF	85	84	164	133	213
FCF/EBITDA	26%	21%	38%	28%	44%
CFO/EBITDA	80%	80%	74%	69%	84%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	1 959	2 323	2 554	2 674	2 774
Aktywa trwałe	1 141	1 396	1 409	1 486	1 562
Kapitał własny	1 279	1 405	1 373	1 381	1 433
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	242	397	542	695	730
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	1,0	1,3	1,5	1,5
Dług netto/kap. wł. (x)	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	6,0	5,3	4,8	5,1	4,5	4,0
Maksimum	54,6	31,4	25,3	13,5	12,6	11,5
Mediana	17,0	11,9	11,3	9,8	8,1	7,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Aluminium (USD/t)	1 969	2 100	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Prem. prod. (USD/t)	140	150	150	150	150	150	150	150	150	151	152
Użyte alum. (tys. t)	100	111	117	121	124	127	129	132	134	137	139
Przychody	2 633	2 969	2 965	3 071	3 141	3 212	3 276	3 342	3 408	3 476	3 526
EBITDA	432	478	484	494	499	506	512	520	528	540	540
marża EBITDA	16,1%	12,8%	-0,1%	3,6%	2,3%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,4%
EBIT	311	351	355	362	368	377	384	396	401	410	407
Podatek	35	61	61	62	64	66	67	70	71	73	73
CAPEX	-155	-200	-200	-150	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-132
Kapitał obrotowy	-79	-84	-10	-30	-21	-22	-20	-20	-21	-21	-16
FCF	164	133	213	252	294	296	300	303	307	314	321
PV FCF	164	124	183	201	217	202	190	177	166	157	
WACC	8,1%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 780
Dług netto	682
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	394,86

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	340,19
DCF	50%	394,86
Cena wynikowa		367,53
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		390,72

Kernel akumuluj (bez zmian)

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 przeladunku 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. Podtrzymujemy naszą dotychczasową rekomendację akumuluj, a cenę docelową pozostawiamy bez zmian na poziomie 57,20 PLN/akcja.

Cena bieżąca

49,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

57,20 PLN

+16,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	57,20 PLN	2017-12-01

Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	+2,1%	-2,6%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	+3,7%	+1,3%
Liczba akcji (mln)	82,4	Średni obrót 1M	5,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 062,7	Średni obrót 6M	7,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	5 825,7	EV/EBITDA 12M fwd	5,7	+44,3%
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	10,7	5,2	6,6	11,1	5,9
P/BV	1,3	1,2	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	3,7	4,2	5,3	7,4	5,0
DPS	0,25	0,25	0,24	0,25	0,39
DYield	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	2,7%
Zmiana prognoz			17/18P	18/19P	19/20P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża olej (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
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 przeladunek	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 inw.	-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 trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

W związku z problemami przerobu koncentratu na Hucie Głogów w IH'18 notowania KGHM zachowują się wyraźnie słabiej niż wynikałoby to ze zmian cen metali. Naszym zdaniem wciąż na sentyment negatywnie na początku 2018 roku mogą wpływać potencjalne negocjacje płacowe w KGHM Polska Miedź oraz Sierra Gorda. Z drugiej strony pozytywnie na sentyment do miedziowych producentów wpływają informacje rynkowe odnośnie możliwych przestojów produkcyjnych w 2018 roku. Według nich w bieżącym roku na świecie około 30-38 układów pracowniczych w kopalniach miedzi może być przedmiotem renegotiacji. Kopalnie w których obędą się rozmowy płacowe odpowiadają za 5-7 mln ton produkcji miedzi w skali roku (25-35% górniczej miedzi w skali roku). Dla porównania, w latach 2011-16 średnia wielkość zagrożonego wydobycia w efekcie renegotiacji porozumień płacowych wynosiła 1,7 mln ton (wydobycia w skali roku). Większość z negocjacji będzie mieć miejsce w Chile i Peru, które odpowiadają za około 40% światowej produkcji miedzi. Po przestojach jakie miały miejsce na początku 2017 roku w największych kopalniach miedzi Escondida i Grasberg można oczekiwać, że tegoroczne negocjacje będą równie wymagające. W związku z obserwowanymi w końcówce roku wzrostami cen srebra, złota i miedzi podwyższamy nasze prognozy dla KGHM, a nową cenę docelową podnosimy do 114,71 PLN/akcja (wcześniej 103,08 PLN/akcja). Rekomendację pozostawiamy bez zmian na poziomie trzymaj.

Cena bieżąca	113,10 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	114,71 PLN	+1,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	114,71 PLN	2018-01-05
poprzednia	trzymaj	103,08 PLN	2017-12-08
Podstawowe dane		KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+5,2% +0,4%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+1,7% -0,7%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	67,7 mln PLN
MC (mln PLN)	22 620,0	Średni obrót 6M	77,6 mln PLN
EV (mln PLN)	30 344,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,5 -14,6%
Free float	63,2%	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	21 894	22 643
EBITDA skor.	1 789	3 440	4 468	4 921	5 655
marża EBITDA	8,9%	18,0%	22,8%	22,5%	25,0%
EBIT skor.	-154	1 742	2 799	3 195	3 813
Zysk netto skor.	1 786	1 555	2 955	2 278	2 743
P/E skor.	12,7	14,5	7,7	9,9	8,2
P/BV	1,1	1,4	1,3	1,1	1,1
EV/EBITDA skor.	16,4	8,7	6,8	5,8	4,9
DPS	4,00	1,50	1,00	2,35	5,69
DYield	3,5%	1,3%	0,9%	2,1%	5,0%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA (skor.)		0,0%	+7,1%	+3,3%	
Zysk netto (skor.)		0,0%	+12,3%	+5,4%	
Miedź (USD/t)		0,0%	+2,3%	+0,7%	
Srebro (USD/oz)		0,0%	+3,0%	+3,0%	
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	4 676	5 412
Amortyzacja	1 943	1 698	1 669	1 726	1 842
Kapitał obrotowy	-85	386	-1 575	599	754
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	-1 212
Dywidenda/buyback	-800	-300	-200	-470	-1 139
FCF	-3 155	186	574	2 046	2 455
FCF/EBITDA	-176%	5%	13%	42%	43%
CFO/EBITDA	4%	1%	1%	2%	5%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Miedź (USD/t)	6 092	6 800	6 800	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000
Srebro (USD/oz)	17,1	17,0	17,0	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	21 894	22 643	23 729	23 451	23 331	23 237	23 129	21 820	21 840	21 879
EBITDA	4 468	4 921	5 655	6 451	6 056	5 899	5 765	5 630	5 204	5 107	5 142
marża EBITDA	14,3%	14,6%	16,8%	19,0%	17,1%	16,0%	14,9%	14,0%	12,4%	11,6%	11,5%
EBIT	2 799	3 195	3 813	4 516	4 005	3 740	3 467	3 228	2 714	2 536	2 517
Podatek	765	922	1 076	1 249	1 136	1 084	1 030	982	882	848	844
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	599	754	-11	3	1	1	1	13	0	0
FCF	574	2 046	2 455	2 861	2 546	2 391	2 262	2 127	1 762	1 635	1 672
PV FCF	574	1 904	2 119	2 284	1 885	1 641	1 441	1 256	968	833	
WACC	7,3%	7,4%	7,6%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	36 764	33 442	35 700	38 133	39 937
Aktywa trwałe	30 448	27 202	28 124	28 950	29 987
Kapitał własny	20 211	15 772	17 922	19 730	21 334
Udział mniejszości	203	139	139	139	139
Dług netto	6 554	7 238	7 585	6 004	4 682
Dług netto/EBITDA (x)	3,7	2,1	1,7	1,2	0,8
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	8,5	9,7	7,8	3,9	4,3	3,6
Maksimum	25,7	22,7	20,1	14,1	10,9	10,2
Mediana	14,9	13,8	13,2	6,5	6,2	5,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	14 905
Dług netto	7 238
Inne korekty	553
Wycena DCF na akcję (PLN)	95,30

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	120,51
DCF	50%	95,30
Cena wynikowa		107,90
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		114,71

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 w Wielkiej Brytanii, której spadek w końcówce roku wyhamował. W kalendarzowym 2Q'17 szacujemy, że zakład w Grudziądzu zwiększył efektywność produkcji do 66 tys. m³ (około 52 tys. m³ kwartał wcześniej), a w końcówce roku nawet ponad 80 tys. m³. Dodatkowo na rezultatach w mniejszym stopniu ciążył koszt 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 od IX'17 odbicie na kursie GBP/PLN oraz niestabilna pogoda w Wielkiej Brytanii na początku sezonu zimowego (liczne sztormy i huragany). Według opublikowanego w XII'17 raportu bieżącego sprzedaż w obrotowym 4Q'17 (kalendarzowe 3Q'17) wyniosła 113,3 mln PLN i była zgodna z naszymi szacunkami oraz 2% r/r wyższa. Wynik EBITDA w tym okresie wyniósł 9,6 mln PLN i był o 135% r/r wyższy oraz 24% niższy niż zakładaliśmy. Spółka nie przedstawiła czy w ostatnim kwartale miały miejsce jakieś zdarzenia jednorazowe, dlatego trudno jest dziś dokładnie ocenić z czego wynikało odchylenie. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową dla Stelmet na poziomie 28,94 PLN na akcję oraz rekomendację kupuj.

Wyniki i przepływy operacyjne

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

Model DCF

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

Cena bieżąca

15,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

28,94 PLN

+90,4%

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

Podstawowe dane			STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	-14,7%	-19,4%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	+5,6%	+3,1%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	446,3	Średni obrót 6M		0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	624,9	EV/EBITDA 12M fwd	6,1	-24,3%
Free float	15,0%	EV/EBITDA 5Y avg	8,1	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	6,6	6,2	17,4	9,4	6,7
P/BV	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	7,3	7,7	10,3	6,2	4,5
DPS	1,07	0,29	0,00	0,00	0,81
DYield	7,0%	1,9%	0,0%	0,0%	5,3%
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%	

Bilans

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Budownictwo

Budimex

kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Po udanym pod względem nowych zamówień listopadzie, w grudniu Budimex podpisał z GDDKiA kontrakty o wartości 0,4 mld PLN oraz złożył najkorzystniejsze oferty w przetargu na budowę autostrady A1 o szacowanej ponad 0,4 mld PLN. Szacujemy, że Budimex zakończy rok z portfelem zamówień ponad 9,5 mld PLN, czyli blisko rekordowego dotychczas poziomu z końca 2Q'17. Realizacja naszej prognozy ZN'17 (453 mln PLN) może być dla spółki wyzwaniem, niemniej nie spodziewamy się by odchylenie od niej wyniosło więcej niż 5%. Wysokie zamówienia w 2017 roku oraz spodziewane przesunięcie części zakładanych przez nas prac budowlanych z 2017 r. na 2018 r. sprawia, że jesteśmy optymistami w kwestii realizacji przychodowej części naszych prognoz na 2018 r. By zrealizować nasze założenia odnośnie zysku netto, I marża może spaść w Budimeksie o około 1 p.p. względem 2017 r. Założenie to wygląda optymistycznie w kontekście wyzwań przed jakimi stoi polskie budownictwo w 2018 r., niemniej również posiadamy argumenty wspierające nasz scenariusz. Szczególnie po stronie rezerw i kwot należnych odbiorcom, które w Budimeksie wciąż znajdują się na relatywnie wysokim poziomie. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

203,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

267,00 PLN

+31,5%

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

Podstawowe dane			BDX PW	vs. WIG
Ticker	BDX PW	Zmiana 1M	+1,2%	-3,5%
ISIN	PLBUDMX00013	Zmiana YTD	-4,2%	-6,7%
Liczba akcji (mln)	25,5	Średni obrót 1M	5,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 182,6	Średni obrót 6M	2,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 757,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,6	-32,1%
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	22,0	12,6	11,4	11,8	12,5
P/BV	8,6	6,5	5,9	6,0	6,1
EV/EBITDA	9,0	4,8	4,6	5,2	6,0
DPS	6,11	8,14	14,99	17,38	17,24
DYield	3,0%	4,0%	7,4%	8,6%	8,5%
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

Ostatnie sesje w 2017 r. okazały się bardzo słabe dla akcji Elektrobudowy. Kurs Elektrobudowy znajduje się jedynie 10% powyżej dołka z końca 2014 r., co uzmysławia skalę spadku oczekiwań w stosunku do przyszłych wyników spółki. 3 lata temu inwestorzy obawiali się, że rekordowy wówczas portfel zamówień (1,7 mld PLN) okaże się nierentowny. Po latach nadwyżek w kasie, Elbudowa kończyła rok z długiem netto na poziomie 40 mln PLN, saldo kwot należnych od odbiorców przekraczało rekordowe 200 mln PLN, a wyniki w poprzednich dwóch latach były serią rozczarowań. Pod wieloma względami sytuacja Elektrobudowy wygląda dziś lepiej. Po pierwsze, spółka powinna zakończyć rok z gotówką netto w wysokości ok. 100 mln PLN (ok. 20 PLN na akcję). Po drugie, saldo kwot należnych odbiorcom jest najniższe od 4 lat i zarazem o około 2/3 niższe niż w 2014 r. Po trzecie, obecne rezerwy przekraczają kwotę 50 mln PLN vs. 4 mln PLN na koniec 2014 r., świadcząc o konserwatywnej polityce rachunkowości. Po czwarte, prognoza Zarządu na mijający rok jest ponad 2x wyższa niż trzy lata temu. Obecnie największymi niewiadomymi pozostają: (1) kiedy nastąpi wzrost zamówień na rynku, który pozwoliłby spółce odbudować portfel, (2) jak istotnie spadną wyniki Elektrobudowy po zakończeniu realizacji kontraktu w Finlandii (czy spółce uda się podpisać kolejny kontrakt)? Niewątpliwie nasza wycena zakłada optymistyczny scenariusz, że zamówienia pojawiają się w trakcie 2018 r., a część rezerw spółka zawiązała na wyrost. Tymczasem bieżący kurs dyskontuje spadek ZN o około 50% względem naszych długoterminowych prognoz, co jest według nas zbyt pesymistycznym scenariuszem. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

78,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

134,00 PLN

+71,8%

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

Podstawowe dane			ELB PW	vs. WIG
Ticker	ELB PW	Zmiana 1M	-11,3%	-16,0%
ISIN	PLELTBD00017	Zmiana YTD	+0,6%	-1,8%
Liczba akcji (mln)	4,7	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	370,3	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	282,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,0	-39,9%
Free float	34,9%	EV/EBITDA 5Y avg	6,6	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	7,4	6,7	7,5	7,9	8,0
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	4,0	3,6	3,8	3,9	3,8
DPS	0,00	4,00	10,00	6,24	7,88
DYield	0,0%	5,1%	12,8%	8,0%	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.
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

W grudniu br. kurs Erbudu spadł do poziomu obserwowanego ostatni raz ponad 4 lata temu, co tylko częściowo można usprawiedliwić pogarszającymi się perspektywami sektora budowlanego. Na przestrzeni 2017 r. analitycy o około 25% obniżyli prognozy dla Erbudu, a konsensus ZN'17-19 ustabilizował się na poziomie 25-27 mln PLN. Pomimo niższych oczekiwań, Erbud jest notowany na P/E 12M fwd = 9,3x, 25% poniżej 5-letniej średniej. W naszej ocenie dołek w wynikach Erbudu wywołany gwałtownym wzrostem kosztów miał miejsce na przełomie 2016 i 2017 roku. W 2Q i 3Q'17 oczyszczone wyniki były już lepsze r/r i trend ten powinien być kontynuowany. Uważamy, że ryzyko bieżącego portfela zamówień Erbudu jest mniejsze niż w ubiegłym roku i tym samym widzimy szansę na jego wyższą rentowność. Jest to związane z (1) niższą walką konkurencyjną, (2) spadkiem tempa wzrostu cen materiałów, (3) wzrostem własnego potencjału wykonawczego. W obecnym otoczeniu rynkowym, preferujemy spółki z krótką zapadalnością portfela zamówień oraz niewielką ekspozycją na sektor publiczny, w co Erbud idealnie się wpisuje. Rekomendujemy kupno akcji Erbudu.

Cena bieżąca

21,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

29,80 PLN

+38,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	29,80 PLN	2017-12-15

Podstawowe dane			ERB PW	vs. WIG
Ticker	ERB PW	Zmiana 1M	+0,5%	-4,3%
ISIN	PLERBUD00012	Zmiana YTD	+6,7%	+4,2%
Liczba akcji (mln)	12,8	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	276,7	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	204,3	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	-23,6%
Free float	15,5%	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	1 822,2	1 920,9	1 966,8
EBITDA	62,1	56,7	51,5	55,5	56,5
marża EBITDA	3,5%	3,2%	2,8%	2,9%	2,9%
EBIT	51,5	45,8	41,1	44,6	45,2
Zysk netto	27,8	1,8	26,1	29,3	29,7
P/E	9,9	154,5	10,6	9,4	9,3
P/BV	0,9	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	3,4	2,3	4,0	4,5	4,2
DPS	0,51	1,68	1,18	1,02	1,14
DYield	2,4%	7,8%	5,5%	4,7%	5,3%
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 akumuluj (obniżona)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Unibep był w tym roku jedną z najlepiej ocenianych przez nas spółek budowlanych na GPW. Unibep ma za sobą trwającą niemal 4 lata serię poprawy wyników. Obawiamy się jednak, że w najbliższych kwartałach może być ona przerwana. Bardziej kosztowny, niż szacowaliśmy miesiąc temu, może okazać się wyrok norweskiego sądu w sporze z Jessheim Bolig. Obecnie wpływ powyższego zdarzenia na wyniki spółki w 4Q'17 oceniamy na ok. -10 mln PLN. Jest to główna przyczyna obniżenia przez nas prognoz na 2017 r. Niestety mamy coraz większe obawy o rentowność portfela zamówień Unibepu. Kontrakty na budowę dróg stanowiły w 3Q'17 ok. 30% wszystkich raportowanych nowych zleceń, a w 4Q'17 ponad 60%, podczas gdy w całym 2016 r. udział tego segmentu w strukturze zamówień wyniósł 13%. Drastyczny wzrost udziału zleceń drogowych kosztem pozostałych segmentów działalności stanowi według nas ryzyko dla spółki. W tym 2017 r. Unibep nie poradził sobie z presją kosztową i opóźnieniami w kontraktach drogowych, stąd po pierwszych 9 miesiącach roku marża segmentu wyniosła -7%. Sądzymy, że spółka wyciągnęła wnioski z powyższych strat, niemniej w 2018 r. nie zakładalibyśmy ponadprzeciętnych marż w segmencie drogowym, który historycznie charakteryzował się niższą rentownością niż działalność kubaturowa. W 2H'17 Unibep był zdecydowanie mniej skuteczny w pozyskiwaniu zleceń kubaturowych (segment mieszkaniowy -60% r/r), co również wzbudza nasze obawy. W związku z powyższym obniżamy naszą prognozę ZN'17-19 dla Unibepu o 26% oraz cenę docelową o 30% do 10,8 PLN. Zaktualizowana cena docelowa implikuje 9% potencjału wzrostu w związku z czym rekomendujemy akumulację akcji Unibepu.

Cena bieżąca

9,76 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

10,80 PLN

+10,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	10,80 PLN	2018-01-05	
poprzednia	kupuj	14,00 PLN	2017-11-03	
Podstawowe dane			UNI PW	vs. WIG
Ticker	UNI PW	Zmiana 1M	-4,2%	-8,9%
ISIN	PLUNBEP00015	Zmiana YTD	-1,6%	-4,0%
Liczba akcji (mln)	35,1	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	342,3	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	355,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,7	-21,9%
Free float	27,7%	EV/EBITDA 5Y avg	7,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 242,9	1 249,2	1 576,3	1 606,7	1 621,1
EBITDA	31,3	41,8	36,0	47,1	57,6
marża EBITDA	2,5%	3,3%	2,3%	2,9%	3,6%
EBIT	23,5	33,3	26,2	38,3	48,7
Zysk netto	23,6	31,6	26,4	31,0	36,9
P/E	14,5	10,8	13,0	11,1	9,3
P/BV	1,6	1,5	1,4	1,3	1,1
EV/EBITDA	9,3	8,4	9,9	7,7	6,1
DPS	0,15	0,17	0,19	0,25	0,31
DYield	1,5%	1,7%	2,0%	2,6%	3,2%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			-3,1%	-11,8%	-15,0%
MBNS			-0,7 p.p.	-0,7 p.p.	-0,1 p.p.
EBITDA			-28,3%	-26,3%	-16,1%
Zysk netto			-28,1%	-31,0%	-19,8%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 243	1 249	1 576	1 607	1 621
budownictwo	994	994	1 181	1 233	1 209
produkcja	134	156	186	214	236
deweloperka	114	99	209	160	176
MBNS	5,4%	6,7%	5,3%	5,5%	6,2%
budownictwo	4,2%	5,2%	3,1%	3,7%	4,3%
produkcja	5,3%	6,4%	8,5%	8,5%	8,5%
deweloperka	15,7%	22,7%	14,4%	15,0%	16,0%
Gotówka	130	150	87	76	69
Dług netto	-50	8	9	14	1
Dług netto / EBITDA	-1,6	0,2	0,2	0,3	0,0
WC netto	3	64	96	124	137
WC netto / przychody	0,2%	5,1%	6,1%	7,7%	8,5%
Kapitał własny	217	233	251	273	299
ROE	11,3%	14,0%	10,9%	11,8%	12,9%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 576	1 607	1 621	1 597	1 611	1 639	1 666	1 695	1 724	1 758	1 793
EBITDA	36	47	58	55	55	55	55	55	55	56	58
marża EBITDA	2,3%	2,9%	3,6%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%
Amortyzacja	10	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
EBIT	26	38	49	46	46	46	46	46	46	47	48
Podatek	5	9	11	11	10	11	11	11	11	11	11
NOPLAT	21	29	37	35	35	35	35	36	36	36	37
CAPEX	-10	-10	-10	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-10
Kapitał obrotowy	-10	-28	-14	3	-1	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Inne	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	16	1	23	38	33	32	32	32	32	33	34
PV FCF	16	1	19	29	24	21	20	18	17	16	
WACC	8,4%	8,3%	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	8	11	33
Amortyzacja	8	9	10	9	9
Kapitał obrotowy	27	-37	-10	-28	-14
CF inwestycyjny	-30	-9	8	-8	-8
CAPEX	-3	-8	-10	-10	-10
CF finansowy	-10	42	-85	-15	-32
Dywidenda	-5	-6	-7	-9	-11

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	7,5	2,4	2,1	3,6	3,6	2,2
Maksimum	26,1	19,8	18,3	77,0	9,3	8,8
Mediana	13,8	11,4	9,9	5,9	5,5	5,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	430
Dług netto	14
Inne korekty	-3
Wycena DCF na akcję (PLN)	11,80

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	8,60
DCF	50%	11,80
Cena wynikowa		10,20
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		10,80

Deweloperzy

Atal akumuluj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Atal wpisał się w trend nowych rekordów sprzedaży mieszkań, sprzedając w 4Q'17 755 lokali (+11% r/r), a w całym 2017 r. 2787 lokali (+14% r/r). Dynamika sprzedaży nie była tak spektakularna jak u kilku innych deweloperów w branży, należy jednak pamiętać, że baza z 2016 r. była zawieszona bardzo wysoko. Na przestrzeni ostatnich trzech lat wolumen sprzedawanych mieszkań w Atalu wzrósł o 150%, czyli w znacznie szybszym tempie niż wśród innych liderów rynku mieszkaniowego w Polsce. Ostatecznie, zaprezentowany wynik sprzedażowy jest zgodny z naszą prognozą. Tym samym, nie widzimy większych powodów do korekty naszych prognoz finansowych na lata 2017-2019. Jak wspomnieliśmy w poprzednim przeglądzie miesięcznym, pozytywnie oceniamy spadek zadłużenia netto Atalu na koniec września ur. 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 szansy 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.

Cena bieżąca

43,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

45,00 PLN

+3,2%

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

Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	+11,8%	+7,1%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+2,1%	-0,3%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 688,0	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 912,9	EV/EBITDA 12M fwd	8,1	-1,8%
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	35,7	18,9	9,3	8,9	8,2
P/BV	2,7	2,5	2,1	2,0	1,9
EV/EBITDA	45,0	17,2	8,1	8,0	7,5
DPS	0,00	0,61	1,68	3,82	3,98
DYield	0,0%	1,4%	3,9%	8,8%	9,1%
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.)	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%

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

Pod względem zachowania kursu akcji, Capital Park nie może zaliczyć 2017 r. do udanych, jednak pod względem realizacji strategicznych celów, w ubiegłym roku nastąpił w spółce istotny przełom. Po pierwsze, w listopadzie ur. Capital Park rozpoczął realizację inwestycji ArtN, która docelowo ma zwiększyć NOI spółki o 66 mln PLN. Również 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 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 ją zrealizować bez konieczności dezinwestycji, tym bardziej, że obecnie Capital Park generuje FFO na poziomie ok. 10 mln PLN kwartalnie. Drugim istotnym wydarzeniem minionego roku było zaprezentowanie przez Zarząd we wrześniu spójnej strategii rozwoju i prezentacja szacunków wyników na lata 2017-2020, przy których nasze obecne prognozy wyglądają dość konserwatywnie. Spółka uwiarygodniła prezentowane dane restrukturyzując w minionym roku zadłużenie i istotnie obniżając jego koszt oraz zwiększając poziom wynajęcia w pracujących budynkach. W związku z niemal 6-procentowym umocnieniem kursu PLN. Spodziewamy się istotnej poprawy wyników Capital Park w 2018 r. i nie zmieniamy rekomendacji kupuj dla akcji dewelopera.

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	0,0%	-4,7%
ISIN	PLCPPRK00037	Zmiana YTD	+0,2%	-2,3%
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	15,0	-41,6%
Free float	19,1%	EV/EBITDA 5Y avg	25,6	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. wias.	92%	102%	93%	96%	111%
NI	1 935	2 084	2 135	2 314	2 648
LTV	49%	52%	50%	50%	54%
Revaluacja/NI	3,7%	3,6%	-3,3%	1,8%	1,5%
Kapitał własny	960	989	1 026	1 099	1 164
ROE	4,8%	3,1%	1,5%	8,1%	7,5%

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

Dom Development zgodnie z oczekiwaniami rozliczył w wynikach 4Q'17 ponad 2,9 tys. mieszkań (+18% r/r), a w samym 4Q'17 niemal 1,5 tys. lokali (+27% r/r), stąd ze spokojem czekamy na całoroczne wyniki finansowe. W ostatnich kwartałach spółka potrafiła pozytywnie zaskoczyć marżą osiąganą na wydawanych mieszkaniach, a rynek mieszkaniowy przez cały 2017 r. pozwalał na podnoszenie cen mieszkań, co dodatkowo utwierdza nas w opinii, że 2017 r. zamknie się ponad 50-procentowym wzrostem zysku netto. Perspektywy na lata 2018-2019 są bardzo obiecujące. Sprzedaż mieszkań w 2017 r. wyniosła niemal 4000 lokali, tymczasem nasze prognozy finansowe na kolejne 2 lata (ok. 230 mln PLN) opierają się na przekazaniach około 3,7 tys. lokali rocznie. Ponadto, w naszych szacunkach nie zakładaliśmy wzrostu marży deweloperskiej, a taki scenariusz może okazać się uzasadniony, biorąc pod uwagę obecne tendencje na rynku mieszkaniowym - bardzo wysoki popyt i problem z podażą. Podsumowując, nasze obecne prognozy na 2018-2019 oceniamy jako bezpieczne i nie zmieniamy rekomendacji kupuj dla akcji Dom Development.

Cena bieżąca

85,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

101,10 PLN

+18,9%

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

Podstawowe dane			DOM PW	vs. WIG
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	+9,0%	+4,3%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	-0,6%	-3,0%
Liczba akcji (mln)	24,9	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 113,8	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 121,7	EV/EBITDA 12M fwd	7,2	-37,9%
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	26,1	16,8	10,9	9,0	9,3
P/BV	2,4	2,3	2,1	2,0	2,0
EV/EBITDA	21,1	12,6	8,7	7,2	7,7
DPS	2,25	3,25	5,05	7,77	9,40
DYield	2,6%	3,8%	5,9%	9,1%	11,1%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

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

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

Grudzień był bardzo emocjonującym miesiącem w Echo. W połowie grudnia media obiegała informacja o zatrzymaniu Pana Przemysława Krycha, członka Rady Nadzorczej oraz Pana Mikołaja Martynuski, członka Zarządu, na polecenie Prokuratury Regionalnej w Katowicach. Zatrzymanie jest związane z aferą korupcyjną o której szerzej pisaliśmy w komentarzu porannym z 20 grudnia. Następnego dnia otrzymaliśmy informację, o rezygnacji obu Panów z pełnionych funkcji we władzach Echo. Podtrzymujemy opinię, że ocena wpływu powyższej sprawy na wartość Echo jest w tym momencie niemożliwa. Dochodzenie trwa i obecnie nie mamy podstaw by zakładać, że sprawa będzie wiązała się z innymi kosztami niż wizerunkowymi. W zależności od finału, mogłoby to wpłynąć na relacje Echa z niektórymi kontrahentami. Z doniesień prasowych wynika, że sprawa dotyczy jednego krakowskiego aktywa (Hotel Cracovia), które zostało sprzedane przez spółkę ponad rok temu. Lokalny charakter sprawy daje nadzieję, że jej wpływ na przyszłą wartość spółki nie będzie istotny. W kontekście afery korupcyjnej pozytywnie należy ocenić dwie transakcje sprzedaży biurowców, które miały miejsce w ostatnich dniach grudnia (O3 Business Park II oraz Nobilis Business House). Ceny sprzedaży były zbliżone do naszych założeń z ostatniego raportu. Sądzymy, że założenie odnośnie szybkiej sprzedaży nieruchomości po wybudowaniu wzbudza najwięcej kontrowersji w obecnym modelu biznesowym spółki. Tym większe znaczenie powyższych transakcji po grudniowych wydarzeniach. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

4,58 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,42 PLN

+40,2%

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

Podstawowe dane			ECH PW	vs. WIG
Ticker	ECH PW	Zmiana 1M	-2,6%	-7,3%
ISIN	PLECHPS00019	Zmiana YTD	+0,7%	-1,8%
Liczba akcji (mln)	412,7	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 890,1	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 928,5	EV/EBITDA 12M fwd	9,0	-43,9%
Free float	14,4%	EV/EBITDA 5Y avg	16,0	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	11,2	6,7	7,1
DPS	0,00	5,96	0,66	0,50	0,51
DYield	0,0%	130,1%	14,4%	10,9%	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%

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%

Przepływy pieniężne

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

GTC trzymaj (podtrzymana)

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

Rok 2017 nie przyniósł większych zaskoczeń w GTC. Wydarzeniem roku było oddanie do użytku Galerii Północnej, która odpowiadała za niemal 90% tegorocznej rewaluacji portfela nieruchomości i zwiększyła NOI generowane przez spółkę o około 20%. Ponadto, Zarząd zabezpieczył grunty w Budapeszcie, Bukareszcie i Sofii pod wieloetapowe projekty biurowe, zakupił dwa obiekty pracujące w Belgradzie i Bukareszcie oraz sprzedał dwie nieruchomości z dotychczasowego portfela w Bułgarii. Uwzględniając powyższe zdarzenia, w bieżącym przeglądzie miesięcznym aktualizujemy nasze prognozy i rekomendację dla akcji GTC. Po pierwsze, o około 6% obniżamy nasze prognozy FFO'17-19, co ma związek ze wspomnianą sprzedażą obiektów w Bułgarii oraz niższym wpływem z poczynionych akwizycji z lat 2016-2017. Po drugie, podnosimy prognozy ZN'17-19 o około 16%, co wynika z oczekiwanej wyższej rewaluacji nieruchomości. Obecna wycena rynkowa akcji GTC jest o 20% wyższa od NAV, co w naszej ocenie odzwierciedla potencjał programu inwestycyjnego. Duża liczba projektów w budowie i przygotowaniu robi dobre wrażenie, lecz w naszej ocenie przyniesie w latach 2018-2020 niższy zysk z rewaluacji niż wygenerowała sama Galeria Północna. Z tego względu zakładamy w najbliższych latach spadek ROE do ok. 11% względem poziomu 18% obserwowanego w latach 2016-2017. Wzrost portfela pracujących aktywów przełoży się na dwucyfrowy wzrost FFO w latach 2018-2019. FFO Yield'18-19 pozostaje jednak o około 15% niższy niż w spółkach porównywanych. Podwyższamy naszą cenę docelową dla akcji GTC o 4% do 10,0 PLN oraz podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Cena bieżąca	9,90 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	10,00 PLN	+1,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	10,00 PLN	2018-01-05	
poprzednia	trzymaj	9,59 PLN	2017-08-02	
Podstawowe dane		GTC PW	vs. WIG	
Ticker	GTC PW	Zmiana 1M	+5,2%	+0,5%
ISIN	PLGTC0000037	Zmiana YTD	+1,0%	-1,4%
Liczba akcji (mln)	470,3	Średni obrót 1M	1,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 656,0	Średni obrót 6M	1,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 185,8	EV/EBITDA 12M fwd	14,6	-0,3%
Free float	21,9%	EV/EBITDA 5Y avg	14,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	117,4	120,3	134,1	148,1	166,2
ZBNS	80,0	87,3	95,3	111,0	125,1
marża ZBNS	68,2%	72,6%	71,1%	74,9%	75,3%
EBIT bez rew.	65,5	70,2	76,9	92,3	106,1
Rewaluacja	26,2	84,6	116,2	44,7	50,7
Zysk netto	45,2	158,5	136,5	94,2	110,1
P/E	24,3	6,9	8,2	11,9	10,2
P/BV	1,7	1,4	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	17,9	11,9	10,2	15,5	14,3
DPS	0,00	0,00	0,07	0,07	0,08
DYield	0,0%	0,0%	2,7%	3,0%	3,5%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
Przychody		-5,5%	-8,9%	-5,1%	
NOI		-9,1%	-7,2%	-5,1%	
FFO		-0,6%	-11,0%	-7,4%	
Zysk netto		+11,0%	+12,0%	+25,2%	
BPS		+0,3%	-0,1%	+0,7%	

Rachunek wyników i bilans

(mln EUR)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NOI	79	86	92	111	125
dynamika r/r	-3,0%	10,1%	6,8%	19,8%	13,1%
EBIT bez rewaluacji	66	71	79	92	106
Koszty finansowe	-29	-28	-28	-30	-31
FFO	38	42	50	55	66
dynamika r/r	35,7%	10,5%	18,8%	10,8%	19,3%
Rewaluacja	26	85	116	45	51
Gotówka	196	178	187	85	93
Dług netto	543	715	814	958	1 081
Dług netto/kap. wlas.	84%	91%	89%	98%	103%
NI	1 289	1 605	1 892	2 107	2 307
LTV	41%	44%	43%	45%	47%
Revaluacja/NI	2,1%	6,6%	7,2%	2,4%	2,4%
Kapitał własny	643	787	917	977	1 047
ROE	9,2%	24,7%	17,3%	10,3%	11,3%

Wycena metodą NAV

(mln EUR)	15	16	17P	18P	19P	20P	21P
Nieruchomości inwestycyjne	1 289	1 605	1 892	2 107	2 307	2 458	2 484
Grunty i projekty mieszkaniowe	30	19	20	17	17	17	17
Aktywa finansowe (JV)	23	4	2	0	0	0	0
Należności	6	5	5	5	5	5	5
Gotówka	196	178	187	85	93	126	133
Pozostałe aktywa	16	29	27	27	27	27	27
Suma aktywów	1 560	1 839	2 133	2 241	2 449	2 633	2 666
Kapitał mniejszości	-21	3	4	5	5	5	6
Dług	739	893	1 001	1 043	1 174	1 275	1 255
Zobowiązania na podatek odroc.	133	98	121	126	132	138	139
Pozostałe zobowiązania	66	58	91	91	91	91	91
Suma zobowiązań i mniejszości	917	1 052	1 216	1 264	1 402	1 510	1 491
NAV	643	787	917	977	1 047	1 123	1 175
PV NAV	643	787	917	932	952	973	966

Przepływy pieniężne

(mln EUR)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	73	73	79	85	98
Amortyzacja	1	0	0	0	0
Kapitał obrotowy	10	6	4	0	0
CF inwestycyjny	-23	-232	-159	-165	-148
CAPEX	-88	-261	-206	-170	-149
CF finansowy	37	141	85	-29	54
Dywidenda	0	0	-8	-34	-40

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,32	0,32	0,31	6,1	6,2	5,2
Maksimum	1,22	1,17	1,11	41,3	23,6	26,5
Mediana	0,83	0,80	0,77	16,8	11,6	11,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

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	4,15
Wycena NAVPS'21P (PLN)	8,50

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	10,30
NAV	50%	8,50
cena wynikowa		9,40
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		10,00

LC Corp kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

W grudniu Zarząd LC Corp przyjął politykę dywidendową, w której założył, że będzie rekomendował wypłatę 25%, 50% lub 75% skorygowanego, skonsolidowanego zysku netto w zależności od wielkości posiadanego zadłużenia. Najwyższa wypłata (75%) ma obowiązywać przy wskaźniku dług netto/kapitały własne (D/E) do 60%. Po przekroczeniu D/E 70%, wskaźnik wypłaty spada do 25%. Powyższą politykę oceniamy pozytywnie. Na koniec września spółka kwalifikowała się do wypłaty w formie dywidendy 75% zysku, gdyż D/E wyniósł 55%. Nie zakładalibyśmy przekroczenia progu 60% na koniec roku. Ponadto widzimy duże szanse na utrzymanie zadłużenia poniżej powyższego progu również w kolejnych latach, w związku z potencjalną sprzedażą nieruchomości komercyjnych z portfela. Opierając się na naszych prognozach oczyszczonego ZN, szacujemy następujące poziomy dywidendy w kolejnych trzech latach: DPS'18=0,27 PLN, DPS'19=0,29 PLN oraz DPS'20=0,36 PLN. Powyższe szacunki implikują DYield'18=9,8%, DYield'19=10,5% oraz DYield'20=13,1%, co stawia LC Corp wśród spółek o najwyższej dywidendzie w sektorze (obok Dom, Atal, Echo). LC Corp pozostaje jednym z naszych sektorowych top picków. Rekomendujemy kupno akcji dewelopera.

Cena bieżąca

2,74 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,54 PLN

+29,2%

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

Podstawowe dane			LCC PW	vs. WIG
Ticker	LCC PW	Zmiana 1M	+5,4%	+0,7%
ISIN	PLCCRP00017	Zmiana YTD	-0,4%	-2,8%
Liczba akcji (mln)	447,6	Średni obrót 1M		1,4 mln PLN
MC (mln PLN)	1 226,3	Średni obrót 6M		2,0 mln PLN
EV (mln PLN)	2 084,8	P/E 12M fwd	6,6	-36,0%
Free float	41,3%	P/E 5Y avg	10,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	449,9	547,0	723,2	834,9	945,3
ZBNS	171,4	207,9	264,9	286,2	336,4
marża ZBNS	38,1%	38,0%	36,6%	34,3%	35,6%
EBIT bez rew.	132,3	169,6	221,3	241,5	290,4
Rewaluacja	22,2	34,2	-72,3	3,9	15,3
Zysk netto	108,9	113,1	120,3	188,7	224,7
Zysk netto koryg.	89,0	120,7	159,9	174,6	212,3
P/E	11,3	10,8	10,2	6,5	5,5
P/E koryg.	13,8	10,2	7,7	7,0	0,0
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
DPS	0,00	0,18	0,07	0,13	0,23
DYield	0,0%	6,6%	2,6%	4,6%	8,5%

Zmiana prognoz	2017P	2018P	2019P
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%
MBNS	0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT korygowany	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto korygowany	0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przekazane lokale (szt.)	1 108	1 393	1 801	2 101	2 304
Przychody	450	547	723	835	945
sprzedaż mieszkań	319	402	577	683	773
wynajem	131	145	147	152	173
MBNS	38,1%	38,0%	36,6%	34,3%	35,6%
sprzedaż mieszkań	27,7%	26,0%	28,1%	26,3%	27,9%
wynajem	63,4%	71,2%	70,0%	70,0%	70,0%
Gotówka	242	355	249	279	101
Dług netto	693	737	859	958	1 071
Dług netto/kap. wias.	51%	53%	58%	59%	62%
Zapasy	917	971	1 031	1 053	1 075
NI	1 648	1 810	1 848	1 995	2 073
Revaluacja/NI	1,3%	1,9%	-3,9%	0,2%	0,7%
Kapitał własny	1 365	1 396	1 488	1 620	1 740
ROE	8,7%	8,3%	8,6%	12,7%	13,9%

Przepływy pieniężne

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

Analiza porównawcza

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

Wycena DCF segmentu mieszkaniowego

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

Wycena NAV segmentu komercyjnego

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

Podsumowanie NAV

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Robyg kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

W grudniu kurs akcji Robyga wzrósł o 17% w reakcji na wezwanie funduszy Goldman Sachs na 100% akcji po cenie 3,55 PLN. Obecnie kurs akcji znajduje się 3,9% powyżej ceny z wezwania i jednocześnie 15% poniżej naszej ceny docelowej. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami inwestorzy spekulują na podwyższenie ceny w wezwaniu, choć jednocześnie robią to w sposób ostrożny. Uważamy, że założenia przyjęte w naszej wycenie akcji spółki są aktualne, a publikowane po naszym raporcie wolumeny sprzedaży mieszkań oraz ogólny rozwój sytuacji na rynku mieszkaniowym dostarczały argumentów do podniesienia rekomendacji. Przypominamy, że przy wycenie akcji Robyga wykorzystaliśmy dwie metody. Nasza wycena w oparciu o mnożniki rynkowe (P/E, P/B, DYield) wyniosła 3,51 PLN, natomiast wycena w oparciu o model DCF 4,48 PLN. Wśród założeń DCF przyjęliśmy (1) sprzedaż mieszkań w długim terminie na poziomie 2600 szt. (vs. 3548 szt. w ostatnich 4 kwartałach), (2) marża brutto na sprzedaży w długim terminie na poziomie 24% (vs. 25% w ostatnich 4 kwartałach), (3) średnia cena mieszkania w długim terminie na poziomie ok. 330 tys. PLN. (4) wzrost FCF po okresie szczegółowej prognozy: 2%, (5) koszt kapitału własnego: 8,5%, (6) koszt długu: 5,5%. Termin zakończenia przyjmowania zapisów na akcje Robyga mija 2 lutego. Uważamy, że szansa na wcześniejsze podwyższenie ceny w wezwaniu jest znacząca, tym bardziej, że kupujący ma apetyt na 100% akcji.

Cena bieżąca

3,69 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,25 PLN

+15,2%

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

Podstawowe dane			ROB PW	vs. WIG
Ticker	ROB PW	Zmiana 1M	+5,4%	+0,7%
ISIN	PLROBYG00016	Zmiana YTD	-0,8%	-3,2%
Liczba akcji (mln)	289,4	Średni obrót 1M	0,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 067,9	Średni obrót 6M	0,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 431,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,6	-32,7%
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	12,2	8,9	10,5	7,4	6,9
P/BV	2,0	1,7	1,6	1,5	1,3
EV/EBITDA	20,0	11,1	7,6	6,2	5,9
DPS	0,11	0,20	0,27	0,28	0,32
DYield	3,0%	5,4%	7,3%	7,6%	8,7%
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.)	2 045	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%

Model DCF

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

Przepływy pieniężne

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Handel

AmRest

trzymaj (obniżona)

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 zaraportowanie 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 (oczekujemy wzrostu EBITDA w tempie 33,2% r/r w 2018 roku). Uwzględniając wzrost kursu spółki w grudniu obniżamy naszą rekomendację z kupuj do trzymaj bez zmiany prognoz finansowych.

Cena bieżąca

403,00 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

422,00 PLN

+4,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	422,00 PLN	2018-01-05	
poprzednia	kupuj	422,00 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	+10,9%	+6,1%
ISIN	NL0000474351	Zmiana YTD	-1,7%	-4,1%
Liczba akcji (mln)	21,2	Średni obrót 1M	2,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 549,2	Średni obrót 6M	3,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	9 661,2	EV/EBITDA 12M fwd	12,2	+27,1%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	9,6	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	53,4	44,0	45,8	28,8	22,2
P/BV	8,3	6,5	6,0	5,0	4,1
EV/EBITDA	22,5	17,7	15,3	11,3	9,1
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 trzymaj (obniżona)

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 lfi oraz optymalizacja kosztów sklepów). Ryskiem 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 sezonie jesień-zima. Pomimo efektu wysokiej bazy oraz relatywnie wysokiej temperatury w XI'17, sprzedaż wzrosła o 28% r/r w XI'17, co implikuje płaską sprzedaż/mkw. r/r. Zwiększona aktywność promocyjna spółki oraz sprzyjające otoczenie rynkowe przełożyły się na 42% r/r wzrostu sprzedaży w XII'17 (pomimo efektu bazy). Oczekujemy, że pozytywny wpływ niższego kosztu zakupu kolekcji (deprecjacja USDPLN r/r) na rentowność sprzedaży w 4Q'17, powinien zostać zniwelowany przez wyższą aktywność promocyjną spółki. W naszych szacunkach uwzględniamy częściowe przesunięcie otworzyć nowej powierzchni na 2018 rok (zakładamy wzrost o 92 tys. mkw. w 2017 roku oraz o 112 tys. mkw. w 2018 roku). Zwracamy uwagę, że deprecjacja USDPLN r/r (ok 17% r/r na dzień 24.12.2017) powinna pozytywnie wpłynąć na rentowność kolekcji wiosna-lato'18. Uwzględniając ostatnie wzrosty ceny akcji CCC, obniżamy naszą rekomendację z kupuj do trzymaj bez zmiany prognoz.

Cena bieżąca

293,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

292,00 PLN

-0,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	292,00 PLN	2018-01-05	
poprzednia	kupuj	292,00 PLN	2017-12-01	
Podstawowe dane			CCC PW	vs. WIG
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	+15,4%	+10,6%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	+2,8%	+0,4%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	17,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	12 050,2	Średni obrót 6M	21,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	12 354,9	EV/EBITDA 12M fwd	17,4	+11,0%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,7	premia

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	43,4	37,4	36,7	25,4	17,7
P/BV	10,0	9,7	7,3	5,8	4,5
EV/EBITDA	35,9	27,4	22,4	17,0	12,4
DPS	3,00	2,19	3,87	1,40	1,87
DYield	1,0%	0,7%	1,3%	0,5%	0,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Sprzedaż det/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%

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

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 (bez zmian)

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. Biorąc pod uwagę powyższe uznajemy naszą rekomendację kupuj za aktualną.

Cena bieżąca

26,85 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

38,30 PLN

+42,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	38,30 PLN	2017-12-01

Podstawowe dane			EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-2,3%	-7,1%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	+1,4%	-1,0%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	14,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 736,5	Średni obrót 6M	23,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 260,8	EV/EBITDA 12M fwd	8,7	-26,9%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	11,8	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	17,5	20,8	189,9	21,9	19,1
P/BV	3,2	3,2	3,5	3,0	2,8
EV/EBITDA	8,3	9,4	13,9	9,1	7,8
DPS	0,80	1,05	0,80	0,07	0,61
DYield	3,0%	3,9%	3,0%	0,3%	2,3%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Hurt niezależny (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%
Hurt zintegrowany (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%
Detal (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%

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 inw.	-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%

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

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%

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 (bez zmian)

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 rosnącymi wynagrodzeniami w Polsce (sieć Biedronka zapowiedziała podwyżki płac od początku 2018 roku) oraz 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.

Cena bieżąca

17,00 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

17,10 EUR

+0,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	17,10 EUR	2017-12-01

Podstawowe dane		JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	+5,1% +0,3%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+4,9% +2,5%
Liczba akcji (mln)	628,4	Średni obrót 1M	11,6 mln EUR
MC (mln EUR)	10 680,2	Średni obrót 6M	11,0 mln EUR
EV (mln EUR)	10 503,2	EV/EBITDA 12M fwd	10,6 +4,7%
Free float	38,8%	EV/EBITDA 5Y avg	10,1 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	13 728	14 622	16 388	17 663	19 652
EBITDA	801	862	914	963	1 058
marża EBITDA	5,8%	5,9%	5,6%	5,5%	5,4%
EBIT	486	536	566	609	689
Zysk netto	333	593	409	454	516
P/E	32,1	18,0	26,1	23,5	20,7
P/BV	8,0	6,2	5,7	5,0	4,4
EV/EBITDA	13,9	12,3	11,5	10,5	9,1
DPS	0,62	0,28	0,47	0,33	0,36
DYield	3,7%	1,6%	2,8%	1,9%	2,1%
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 XII'17 spółka kontynuowała poprawę sprzedaży w sieci detalicznej/mkw. (+6% r/r w XII'17) oraz powróciła do historycznych poziomów marży brutto na sprzedaży (średnia dla lat 2010-15 wynosi 57% w XII'17, a spółka wypracowała 56%). Korygujemy nasze prognozy na rok 2018 uwzględniając wzrost sprzedaży o 20%, co powinno wynikać z: i) 10% wzrostu powierzchni sprzedażowej; ii) 100% r/r wzrostu sprzedaży w e-commerce przełoży się na 5% r/r wzrostu całkowitej sprzedaży; iii) oraz 5% wzrostu efektywności sprzedaży/mkw. r/r. Uwzględniając korzystny dla spółki kurs USDPLN (-16,6% r/r na dzień 04.01.2018) podnosimy naszą prognozę marży brutto na sprzedaży o 0,5p.p do 54,1% w 2018 roku. Jednocześnie zakładamy wzrost kosztów SG&A/mkw. o 8,3% r/r w 2018 roku (wzrost o 3,9p.p. vs. poprzednie oczekiwania) ze względu na uwzględnienie wydatków spółki związanych z rozwojem e-commerce. Uwzględniając nasze nowe szacunki PEG'18 wynosi 0,97, a P/E'18 wynosi 24,7x. Biorąc pod uwagę nasze nowe szacunki oraz ostatnie wzrosty ceny akcji LPP, podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj oraz podnosimy cenę docelową do 9900 PLN.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Sprzedaż/mkw (Polska)	602	585	647	699	734
Sprzedaż/mkw (Rosja)	459	534	598	684	720
Sprzedaż/mkw (Czechy)	463	545	690	799	861
Sprzedaż/mkw (Niemcy)	471	485	545	608	662
MBNS	53,5%	48,7%	52,9%	54,1%	54,1%
Przepływy oper.	254	718	1 075	1 029	1 175
Amortyzacja	224	267	292	291	313
Kapitał obrotowy	-223	256	333	-12	-39
Przepływy inw.	-416	-181	-395	-468	-382
CAPEX	-491	-272	-424	-468	-382
Przepływy fin.	201	-394	-208	-166	-449
Dywidenda/buyback	58	60	66	137	225
FCF	-16	442	509	513	745
FCF/EBITDA	-2%	89%	55%	42%	53%
CFO/EBITDA	35%	145%	117%	85%	83%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Sprzedaż det/mkw.	608	666	693	723	746	768	772	778	784	790	790
SG&A/mkw.	266	288	298	311	319	326	328	329	331	334	334
Powierzchnia	1 008	1 105	1 207	1 311	1 423	1 541	1 661	1 792	1 937	2 097	2 097
Przychody	7 034	8 435	9 620	10 930	12 238	13 651	14 832	16 124	17 548	19 124	19 602
EBITDA	919	1 210	1 410	1 573	1 706	1 904	2 053	2 229	2 424	2 646	2 700
marża EBITDA	13,1%	14,3%	14,7%	14,4%	13,9%	14,0%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
EBIT	627	919	1 096	1 244	1 363	1 547	1 678	1 836	2 010	2 166	2 220
Podatek	177	175	208	236	259	294	319	349	382	412	422
CAPEX	-424	-468	-382	-391	-431	-449	-461	-496	-535	-480	-480
Kapitał obrotowy	-191	54	74	90	105	92	77	84	92	102	105
FCF	509	513	745	856	911	1 070	1 196	1 300	1 414	1 652	1 694
PV FCF	486	451	604	640	627	679	700	701	703	757	
WACC	8,4%	8,4%	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

9 990,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9 900,00 PLN

-0,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	9 900,00 PLN	2018-01-05	
poprzednia	trzymaj	8 200,00 PLN	2017-12-01	
Podstawowe dane		LPP PW	vs. WIG	
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	+21,6%	+16,9%
ISIN	PLPP0000011	Zmiana YTD	+12,1%	+9,7%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	20,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	18 505,7	Średni obrót 6M	18,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	17 956,3	EV/EBITDA 12M fwd	17,8	+19,3%
Free float	62,0%	EV/EBITDA 5Y avg	14,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	5 130	6 019	7 034	8 435	9 620
EBITDA	727	494	919	1 210	1 410
marża EBITDA	14,2%	8,2%	13,1%	14,3%	14,7%
EBIT	503	226	627	919	1 096
Zysk netto	352	175	457	751	900
P/E	51,4	104,9	40,5	24,6	20,6
P/BV	9,6	8,6	7,4	5,9	4,9
EV/EBITDA	25,7	37,4	19,5	14,5	12,0
DPS	32,04	32,66	35,71	74,68	122,74
DYield	0,3%	0,3%	0,4%	0,7%	1,2%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		+2,7%	+22,2%	+17,9%	
Zysk netto		+4,1%	+29,8%	+26,0%	
Sprzedaż/mkw.		+0,7%	+7,1%	+8,3%	
SG&A/mkw.		+0,1%	+3,9%	+5,4%	
Powierzchnia		0,0%	0,0%	0,0%	

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	838	1 233	1 577
Dług netto	621	144	-549	-973	-1 541
Dług netto/EBITDA (x)	0,9	0,3	-0,6	-0,8	-1,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/ EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	16,7	16,0	15,1	9,0	8,5	7,9
Maksimum	35,5	26,7	24,0	23,8	18,6	15,1
Mediana	28,5	26,3	21,2	16,4	15,5	14,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	19 277
Dług netto	144
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	10 300

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	8 300
DCF	50%	10 300
Cena wynikowa		9 300
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		9 900

TXM kupuj (bez zmian)

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 niekorzystnie 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 3Q'17. W efekcie powyższych zdarzeń EBITDA spółki zmniejszyła się o 9,9 mln PLN r/r do -8,1 mln w 3Q'17. Spółka odnotowała dodatnią dynamikę sprzedaży w XI'17 na poziomie 4% r/r (vs. spadek o 1% r/r w X'17), co nadal implikuje spadek efektywności sprzedaży/mkw. Pomimo zakładanej poprawy sprzedaży r/r w 4Q'17, wzrost bazy kosztowej r/r powinna spowodować zmniejszenie wyniku spółki na poziomie EBITDA r/r w 4Q'17. Oczekujemy, że w 4Q'17 nowy Zarząd będzie kontynuował działania naprawcze, których pozytywny wpływ powinien ukazać się w wynikach 2018 roku (poprawa sprzedaży porównywalnej oraz zmniejszenie wartości wskaźnika kosztów SG&A/mkw. r/r). Uważamy, że problem ze spadkiem efektywności sprzedaży w spółce jest przejściowy, a TXM ma nadal atrakcyjne perspektywy wzrostu w średnim terminie.

Cena bieżąca

2,44 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,74 PLN

+135,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	5,74 PLN	2017-12-01

Podstawowe dane		TXM PW	vs. WIG
Ticker	TXM PW	Zmiana 1M	+21,4% +16,7%
ISIN	PLTXM0000015	Zmiana YTD	-51,2% -53,6%
Liczba akcji (mln)	33,4	Średni obrót 1M	0,04 mln PLN
MC (mln PLN)	81,6	Średni obrót 6M	0,04 mln PLN
EV (mln PLN)	93,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,9 -10,1%
Free float	21,4%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5 dyskonto

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	5,1	6,3	-	9,0	5,6
P/BV	2,0	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	4,1	4,7	-	5,2	3,6
DPS	0,00	0,21	0,00	0,10	0,15
DYield	0,0%	8,6%	0,0%	3,9%	6,3%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Sprzedaż/mkw.		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
SG&A/mkw.		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Powierzchnia		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Polska (S)	310	340	335	384	396
Słowacja (S)	3	5	7	17	23
Rumunia (S)	1	17	46	71	80
Polska (s/mkw. r/r)	2,8%	-3,5%	-11,9%	13,8%	1,8%
Rumunia (s/mkw. r/r)	0,0%	5,2%	-21,8%	34,1%	-1,6%
Przepływy oper.	18	3	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%

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

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	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%	25%	25%	0%	25%	25%

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%

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 trzymaj (obniżona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania PBKM w ciągu ostatniego miesiąca wzrosły o 11% i były lepsze od szerokiego rynku. W obecnej chwili potencjał wzrostu kursu do naszej ceny docelowej wynosi tylko 2%, stąd obniżamy zalecenie inwestycyjne do trzymaj. 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 mln PLN (vs. 10,7 mln PLN nasze oczekiwania), koszty marketingu i struktur sprzedaży wyniosły 7,1 mln PLN (vs. 8,3 mln PLN oczekiwania), a koszty ogólne i administracji 4,5 mln PLN (vs. 5,6 mln PLN oczekiwania). Zakładamy, że powyższe korzystne trendy dot. kosztów działalności będą widoczne w wynikach w 2018 r. 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 przejęcia. 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

69,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

71,00 PLN

+2,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	71,00 PLN	2018-01-05	
poprzednia	akumuluj	71,00 PLN	2017-12-01	
Podstawowe dane		BKM PW	vs. WIG	
Ticker	BKM PW	Zmiana 1M	+11,4%	+6,6%
ISIN	PLPBKM000012	Zmiana YTD	-0,6%	-3,0%
Liczba akcji (mln)	5,0	Średni obrót 1M	0,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	346,0	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	343,7	EV/EBITDA 12M fwd	6,5	+7,7%
Free float	48,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	104,8	128,3	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	38,0	15,6	11,6	10,4	9,4
P/BV	8,6	6,2	4,5	3,5	2,9
EV/EBITDA	17,2	10,2	7,5	6,8	6,3
DPS	1,21	1,41	1,56	2,55	3,36
DYield	1,7%	2,0%	2,2%	3,7%	4,8%
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%	

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%
Zdykontowana 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 dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAGA (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 5 stycznia 2018 o godzinie 08:50.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 stycznia 2018 o godzinie 08:50.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Atal, BOŚ, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, PBKM, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energia, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PBKM, PZU, Solar Company, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, Boryszew, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Enea, Energia, Ergis, Erste Bank, Eurocash, Getin Noble Bank, Impexmetal, ING BSK, KGHM, Lotos, Mennic Polska, Netia, Orange Polska, OTP Bank, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polnord, Raiffeisen Bank International, Skarbiec Holding, Stelmet, Sygnty, Tauron, TXM, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, Polski Bank Komórek Macierzystych, Robygy, Wirtualna Polska.

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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

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

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

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

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

Alor Bank

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-01-05	2017-03-16	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	78,10	71,97	65,42	61,95
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	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	przeważaj
data wydania	2018-01-05
kurs z dnia rekomendacji	130,00
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96

AmRest

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-01-05	2017-09-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	403,00	357,00	347,00
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	64 973,76	55 560,23

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
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20	2017-04-27	2017-02-24
kurs z dnia rekomendacji	44,47	47,00	44,54	47,23	54,70	55,81
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	64 388,43	62 533,46	61 699,64	59 583,89

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	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	293,00	239,85	276,00	262,20	225,50	207,00
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	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
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01
kurs z dnia rekomendacji	490,70 CZK	481,30 CZK	441,30 CZK	416,00 CZK	399,00 CZK	450,50 CZK
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	64 289,69	64 973,76	61 701,57	58 300,37

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
data wydania	2017-11-27	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-01
kurs z dnia rekomendacji	178,30	163,50	178,50	195,00	223,00	204,80
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97	64 375,83	64 289,69	64 973,76	60 181,96	58 300,37

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
data wydania	2017-09-01	2017-05-08	2017-04-05
kurs z dnia rekomendacji	109,50	120,55	139,90
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 831,40	59 015,12

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	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	12,19	11,89	14,80	15,25	13,14	10,67	10,61
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	62 440,31	64 289,69	64 973,76	61 701,57	58 300,37	55 560,23

Energa

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-21	2017-06-27	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	11,65	11,65	11,65	11,65	11,65	10,87	10,20
WIG w dniu rekomendacji	62 269,72	62 269,72	62 269,72	62 269,72	62 269,72	61 701,57	55 560,23

Erbud

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-12-15	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-05	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	20,60	24,70	26,00	31,50	32,98	29,50
WIG w dniu rekomendacji	62 916,39	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	kupuj
data wydania	2018-01-05	2017-09-01	2017-07-20
kurs z dnia rekomendacji	6,18	5,81	5,84
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	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	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-01-05	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	74,40	71,30	79,80	68,90	72,08	63,30	67,50	63,01	70,41
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	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	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-01-05	2017-08-02	2017-01-25
kurs z dnia rekomendacji	9,90	9,62	8,65
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	62 800,96	53 988,51

Handlowy

rekomendacja	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-01-05	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	83,70	79,48
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	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
data wydania	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	16,50 EUR	15,85 EUR	16,76 EUR	17,09 EUR	15,66 EUR
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 375,83	64 973,76	61 831,40	55 560,23

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	trzymaj
data wydania	2018-01-05	2017-09-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	408,00	402,10	416,80
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	64 973,76	55 560,23

KGHM

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-01-05	2017-12-08	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	113,10	100,00	114,25	117,40	126,10	121,00	110,65	120,10	131,50	129,00	122,05	110,00
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	62 164,65	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	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-01-05	2017-11-29	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01
kurs z dnia rekomendacji	58,48	61,66	66,37	59,75	58,86	48,63
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	63 961,27	64 375,83	64 289,69	64 973,76	58 300,37

LPP

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2018-01-05	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-20	2017-04-05	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	9990,00	8173,95	8172,05	8696,65	6700,00	6635,25	5369,90
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	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
data wydania	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
kurs z dnia rekomendacji	3 121 HUF	3 000 HUF	2 978 HUF
WIG w dniu rekomendacji	63 961,27	64 289,69	64 973,76

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	kupuj
data wydania	2017-12-12	2017-06-30	2017-03-09	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	5,39	5,15	4,67	5,46
WIG w dniu rekomendacji	62 000,65	61 475,96	58 559,14	55 560,23

OTP Bank

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-01-05	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	10 960 HUF	10 055 HUF	10 715 HUF	9 895 HUF	10 445 HUF	8 450 HUF	8 950 HUF
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	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	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-04-05
kurs z dnia rekomendacji	69,60	63,00	63,00	54,50	60,50
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	62 440,31	64 289,69	64 973,76	59 015,12

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
data wydania	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
kurs z dnia rekomendacji	121,60	121,70	117,90
WIG w dniu rekomendacji	63 961,27	64 289,69	64 973,76

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	równoważ	niedoważaj
data wydania	2017-12-27	2017-05-16
kurs z dnia rekomendacji	8,70	10,00
WIG w dniu rekomendacji	63 237,38	61 795,32

Polwax

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-01-05	2017-09-01	2017-01-13
kurs z dnia rekomendacji	11,95	13,54	16,60
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	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	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-01-05	2017-09-01	2017-07-18	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	45,00	48,50	44,19	35,50
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	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
data wydania	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-04-05
kurs z dnia rekomendacji	3,10	3,75	3,92	3,65	3,35
WIG w dniu rekomendacji	62 440,31	64 289,69	64 973,76	61 701,57	59 015,12

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
data wydania	2017-11-27
kurs z dnia rekomendacji	73,90
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97

Unibep

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	9,76	9,90	12,20	12,59	10,79
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	64 375,83	64 973,76	58 300,37	55 560,23

Vistula

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2017-12-13	2017-11-28	2017-08-25
kurs z dnia rekomendacji	4,36	3,88	3,26
WIG w dniu rekomendacji	62532,46	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	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	48,20	43,00	47,89	56,60
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	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