

piątek, 2 lutego 2018 | opracowanie cykliczne

Rynek akcji w 2018: strategia inwestycyjna

Rynek akcji, makroekonomia

Konsensusowy scenariusz na 2018 rok zakłada zsynchronizowaną globalną ekspansję gospodarki, nieznaczny wzrost inflacji (szczególnie w USA) i powolny, ale stały proces normalizacji polityki monetarnej z FED na czele oraz ECB i BoJ na początku cyklu. Obniżenie podatków i pakiet fiskalny w USA przyspieszą dynamikę wzrostu PKB i dynamikę EPS (a w konsekwencji zwiększą skalę skupu akcji własnych i dywidend) w krótkim terminie. To nadal doskonale otoczenie dla rynku akcji, który w kolejnych tygodniach powinien ustanowić nowe szczyty na indeksach (S&P500 nawet 3000-3100 pkt). W Polsce oprócz nadal silnej konsumpcji i eksportu, 4Q'17 wreszcie pokazał wyraźny wzrost inwestycji, co powinno być kontynuowane w całym 2018 roku i wspierać notowania na GPW.

Rok 2017 to napływ kapitału zagranicznego (szczególnie przez ETF) do spółek z WIG20. Krajowy komponent popytu instytucjonalnego (MiS) jest bardzo słaby. W 2017 roku z 13,5 mld PLN, jakie pozyskały netto TFI, zaledwie 14 mln PLN trafiło do funduszy akcyjnych, a bilans przepływów OFE z ZUS wyniósł -3,2 mld PLN. Rok 2018 może być w tym względzie przełomowy za sprawą PPK. Jeżeli Rząd dotrzyma harmonogramu (w najbliższych miesiącach projekt ustawy, legislacja do lipca, a start w styczniu 2019), na rynek kapitałowy powinno trafiać rocznie 15-17 mld PLN nowego kapitału, z czego ok. 1/3 kierowane będzie na rynek akcji. To powtórka z czasów świetności OFE. Publikacja projektu ustawy, a w kolejnych miesiącach konieczna, z punktu widzenia sukcesu projektu, promocja PPK i giełdy (przeciwnie do 2014 roku) rozpocznie „grę rynkową” pod przyszłe napływy (pozytywnie dla MiS).

Uważamy, że cały 2018 rok nie będzie na giełdach zagranicznych tak jednorodny jak 2017 (S&P500 pozostaje od 15 miesięcy bez korekty). W kontekście wysokich oczekiwań makro, EPS i obecnego poziomu wycen akcji (szczególnie w USA, które decydują o globalnym sentymencie) zdecydowanie więcej ryzyk widzimy po stronie zaskoczeń negatywnych niż pozytywnych. Należy również zwrócić uwagę, na to że: w USA długość obecnego cyklu gospodarczego można porównać tylko do lat '90, wskaźniki wyprzedzające osiągnęły poziom szczytowy w poprzednich cyklach, szybko rosną rynkowe stopy procentowe i wypłaszcza się krzywa dochodowości, istotnie wzrosła wartość akcji kupionych na kredyt przy wysokich wskaźnikach optymizmu inwestorów indywidualnych wpłacających kapitał do ETF, a rynki są silnie wykupione. Risk-off na rynkach będzie oznaczał korektę na USD i korektę MSCI EM. Uważamy, że głębsza korekta indeksów (od -10% do -15%) wystąpi jeszcze w 1Q'18.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: Agora, Alior Bank, Amica, Atal, CCC, Ciech, Dino, Dom Development, Echo Investment, Elektrobudowa, Enea, Energa, Erbud, Famur, JSW, KGHM, Komercni Banka, Kruk, LC Corp, Orange Polska, Pfleiderer Group, PGE, PGNiG, Pozbud, Skarbiec Holding, Wirtualna Polska

Negatywne: Asseco Poland, Bank Millennium, Getin Noble Bank, Lotos, PKO BP, PKN Orlen

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
AmRest	trzymaj ▶	407,00 PLN ▼
Asseco Poland	redukuj ▼	44,00 PLN ▼
Atal	akumuluj ▶	49,20 PLN ▲
BBI Development	równoważ ▶	-
Budimex	kupuj ▶	246,00 PLN ▼
Capital Park	kupuj ▶	8,42 PLN ▲
CCC	trzymaj ▶	295,00 PLN ▲
CD Projekt	sprzedaj ▶	90,00 PLN ▲
CEZ	trzymaj ▼	532,50 CZK ▼
Ciech	kupuj ▶	90,13 PLN ▲
Comarch	trzymaj ▼	180,00 PLN ▼
Dino	kupuj ▶	95,40 PLN ▶
Dom Dev.	kupuj ▶	103,00 PLN ▲
Echo	kupuj ▶	6,31 PLN ▼
Elektrobudowa	kupuj ▶	113,00 PLN ▼
Enea	akumuluj ▶	12,98 PLN ▲
Energa	kupuj ▶	15,20 PLN ▲
Erste Bank	trzymaj ▶	40,00 EUR ▲
Eurocash	kupuj ▶	32,30 PLN ▼
Famur	kupuj ▶	7,29 PLN ▲
Forte	równoważ ▶	-
Grupa Azoty	trzymaj ▶	73,42 PLN ▼
Grupa Kęty	trzymaj ▶	391,41 PLN ▲
GTC	trzymaj ▶	9,70 PLN ▲
Jeronimo Martins	trzymaj ▶	16,90 EUR ▼
Kernel	trzymaj ▼	53,47 PLN ▼
KGHM	akumuluj ▶	128,62 PLN ▲
Kruk	kupuj ▶	300,94 PLN ▼
LC Corp	kupuj ▶	3,74 PLN ▲
Lotos	redukuj ▶	52,67 PLN ▲
LPP	trzymaj ▶	9400 PLN ▼
MOL	trzymaj ▶	3152,00 HUF ▲
Netia	redukuj ▼	4,60 PLN ▲
OTP Bank	akumuluj ▶	12090 HUF ▲
PBKM	trzymaj ▶	76,00 PLN ▲
PGE	akumuluj ▶	13,30 PLN ▲
PGNiG	kupuj ▶	7,65 PLN ▼
PKN Orlen	sprzedaj ▶	82,84 PLN ▲
Polnord	równoważ ▶	-
Polwax	kupuj ▶	18,80 PLN ▼
PCM	kupuj ▶	35,30 PLN ▼
PZU	akumuluj ▼	50,58 PLN ▼
Robyg	trzymaj ▼	4,03 PLN ▼
Ronson	niedoważaj ▶	-
Skarbiec Holding	kupuj ▶	56,30 PLN ▲
Stelmet	kupuj ▶	28,37 PLN ▼
Synthos	trzymaj ▶	4,77 PLN ▲
Tauron	trzymaj ▶	3,38 PLN ▲
Torpol	równoważ ▶	-
Trakcja	równoważ ▶	-
TXM	kupuj ▶	5,41 PLN ▼
Unibep	kupuj ▶	10,80 PLN ▶
Vistula	równoważ ▼	-
Wirtualna Polska	akumuluj ▶	56,10 PLN ▲
ZUE	równoważ ▶	-

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory w 2018.....	10
3. Prognozy i rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku na tle konsensusu	15
4. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	16
5. Statystyki rekomendacji	20
6. Kalendarium wydarzeń	20
7. Finanse	21
7.1. Alior Bank	21
7.2. BZ WBK	22
7.3. Getin Noble Bank	23
7.4. Handlowy	24
7.5. ING BSK	25
7.6. Millennium	26
7.7. Pekao	27
7.8. PKO BP	28
7.9. Komerčni Banka	29
7.10. Erste Bank	30
7.11. OTP Bank	31
7.12. PZU	32
7.13. GetBack	33
7.14. Kruk	34
7.15. Prime Car Management	35
7.16. Skarbiec Holding	36
8. Chemia.....	37
8.1. Ciech	37
8.2. Grupa Azoty	38
8.3. Polwax	39
8.4. Synthos	40
9. Paliwa.....	41
9.1. Lotos	41
9.2. MOL	42
9.3. PGNiG	43
9.4. PKN Orlen	44
10. Energetyka.....	45
10.1. CEZ	45
10.2. Enea	46
10.3. Energa	47
10.4. PGE	48
10.5. Tauron	49
11. Telekomunikacja, media, IT.....	50
11.1. Netia	51
11.2. Orange Polska	52
11.3. Play	53
11.4. Agora	54
11.5. Cyfrowy Polsat	55
11.6. Wirtualna Polska	56
11.7. Asseco Poland	57
11.8. CD Projekt	58
11.9. Comarch	59
12. Przemysł, surowce.....	60
12.1. Famur	62
12.2. Grupa Kęty	63
12.3. JSW	64
12.4. Kernel	65
12.5. KGHM	66
12.6. Stelmet	67
13. Budownictwo	68
13.1. Budimex	70
13.2. Elektrobudowa	71
13.3. Erbud	72
13.4. Unibep	73
14. Deweloperzy	74
14.1. Atal	76
14.2. Capital Park	77
14.3. Dom Development	78
14.4. Echo Investment	79
14.5. GTC	80
14.6. LC Corp	81
14.7. Robyng	82
15. Handel	83
15.1. AmRest	84
15.2. CCC	85
15.3. Dino	86
15.4. Eurocash	87
15.5. Jeronimo Martins	88
15.6. LPP	89
15.7. TXM	90
16. Inne.....	91
16.1. PBKM	91

Rynek akcji

Trwa trend – silny pozytywny konsensus

Jaki będzie 2018 rok na rynku akcji? Sytuacja makroekonomiczna w światowej gospodarce jest najlepsza od co najmniej 10 lat, dominuje konsensus, że trend nie zmieni się w 2018 roku, szybko rosną zyski przedsiębiorstw, a banki centralne (choć coraz bardziej jastrzębie) nadal zasilają rynki płynnością. Z drugiej strony, mamy bardzo wysokie oczekiwania inwestorów, zaawansowaną fazę cyklu gospodarczego, ekstremalne dodatnie odchylenia wskaźników wyprzedzających, relatywnie wysokie poziomy wycen aktywów, wysokie wskaźniki wykupienia rynku, a także... silny konsensus analityków, że czekają nas tylko wzrosty.

Na początku 2017 roku konsensus 18 topowych banków inwestycyjnych zakładał 5,5% wzrost indeksu S&P500, a najwięksi optymiści prognozowali 12% wzrost. Po kolejnym roku hossy, oczekiwania banków na 2018 rok są jeszcze wyższe. Najbardziej optymistyczna prognoza zakłada wzrost indeksu do 3100 pkt. (+16,5%), a konsensus 2 883 pkt., tj. 7,5% powyżej szczytu z 2017 r. Żaden bank nie zakłada spadku indeksu (najbardziej pesymistyczna prognoza to +2,6% r/r). Dominuje przekonanie, że te same czynniki co w 2017 r. będą wspierały rynek również i w 2018 r., tj.: a) dynamiczny wzrost zysków spółek dodatkowo wsparty coraz bardziej prawdopodobnym obniżeniem stopy podatkowej od zysków przedsiębiorstw z obecnych 35% do 21% (a w tle rysuje się jeszcze pakiet fiskalny); b) większe zyski oznaczają wyższe dywidendy i skupy akcji własnych; c) zsynchronizowany globalny wzrost gospodarczy przyspiesza; d) nadal niska inflacja powoduje, że banki centralne powoli zacieśniają politykę monetarną.

Przy tak silnym przekonaniu niemal wszystkich najlepszych zespołów analitycznych o kontynuacji zarówno pozytywnych globalnych trendów makro, jak i zyskowności spółek, trudno stawiać przeciwnostawne tezy. W bazowym scenariuszu zakładamy, że konsensus ma rację. Biorąc jednak pod uwagę wysokie oczekiwania, uważamy że będzie bardzo trudno o pozytywne zaskoczenia, co finalnie zmniejszy całoroczną stopę zwrotu z akcji vs. rok 2017. Podkreślamy, że w kontekście oczekiwań i poziomu wycen zdecydowanie więcej ryzyk widzimy po stronie zaskoczeń negatywnych niż pozytywnych.

Bardzo prawdopodobne dalsze wypłaszczanie krzywej dochodowości amerykańskich obligacji będzie rodziło obawy inwestorów o pojawienie się recesji w 2019 roku, co rynki mogą zacząć dyskutować w 2. półroczu 2018 (nadal dobre dane makro, więc raczej wypłaszczenie trendu niż jego zmiana). Zwracamy uwagę, że krzywa dochodowości wypłaszcza się w szybkim tempie (różnica 10Y i 2Y zaledwie 0,56%). Wyższa inflacja od oczekiwań oznacza nie tylko reakcję FED (przesunięcie oczekiwań na 4. podwyżkę w br.), ale także dalszy wzrost rentowności obligacji. Przebieg przez 10Y poziomu 3,1% będzie sygnałem zakończenia trendu spadkowego rentowności trwającego od 1981 r. Patrząc na cykle ISM czy stopę bezrobocia można stwierdzić, że obecny trend gospodarki amerykańskiej i wyników spółek będzie najdłuższym cyklem od co najmniej lat '40.

Sytuacja geopolityczna na świecie i w Polsce

W 2017 rok wchodziliśmy z szeregiem ryzyk geopolitycznych, jednak większość z nich się nie zmaterializowała. Prawica w Europie w kolejnych wyborach osiągała słabsze wyniki niż pierwotnie zakładano (Francja, Niemcy, Holandia). Polityka Trumpa nie doprowadziła do eskalacji konfliktów z Chinami/Rosją i jak na razie nie doszło do wojny celnej. Konflikt USA z Koreą Północną sprowadza się do wzajemnych pogrozek. Biorąc pod uwagę, słabnącą pozycję May, BREXIT może w ogóle nie dojść do skutku. Referendum w Katalonii, pomimo

że wygrane przez separatystów, nie prowadzi do rozpadu Hiszpanii. Konflikt w Donbasie pozostaje w fazie „lokalnej”. Nie oznacza to oczywiście, że w roku 2018 nadal tłące się „punkty zapalne” nie doprowadzą do wzrostu globalnego ryzyka, jednak niepewność z tym związana wydaje się dziś mniejsza niż 12 miesięcy temu. Trwa okres dobrej koniunktury, co jest korzystne dla wszystkich światowych mocarstw.

Ważnym punktem w kalendarzu 2018 są listopadowe wybory do Kongresu w USA. Amerykanie wybiorą nową Izbę Reprezentantów oraz 1/3 Senatu. Sondaże potwierdzają bardzo niskie poparcie dla Prezydenta i Republikanów, co stwarza ryzyko klinczu politycznego i zahamowanie ewentualnych reform, a także problemów z uchwaleniem kolejnych budżetów – przy rosnącym deficycie związanym z pakietem fiskalnym i obniżką podatków. Elementem zmniejszającym popularność Republikanów jest kluczowa (dyskontowana) dla rynków finansowych reforma podatkowa. Elementem politycznym, który będzie wpływał na rynek będą negocjacje ws. przyszłych zasad funkcjonowania NAFTA, z wyborami w Meksyku w tle (lipiec). Inwestorzy będą oceniali pozycję negocjacyjną USA w kontekście globalnego rynku wolnego handlu (szczególnie postawa wobec Chin).

W Europie najważniejszymi wydarzeniami politycznymi pozostają: ciągły brak koalicji parlamentarnej i nowego rządu w Niemczech (pomimo niedawnych zapowiedzi o prawdopodobnym stworzeniu koalicji) oraz marcowe wybory we Włoszech (sondaże wskazują na zwycięstwo prawicy i partii anty-unijnych). Ponadto, najpóźniej do października musi zostać zawarte porozumienie pomiędzy Wielką Brytanią a Unią Europejską ws. warunków BREXITU. Choć wydaje się to formalnością, w marcu będą miały miejsce wybory prezydenckie w Rosji.

W polskim kalendarzu politycznym pozostały jeszcze tylko wybory samorządowe (listopad 2018). Z punktu widzenia rynków finansowych, mają one o tyle znaczenie, że są związane z cyklem inwestycji na poziomie budżetów samorządowych, co pozytywnie wpływa na dane makro. Większe znaczenie ma to, jakie będą konsekwencje konfliktu polskiego rządu z organami UE w sprawie reformy sądownictwa i ewentualnych sankcji w związku z uruchomieniem art. 7 Traktatu o UE.

Ścieżka decyzyjna w tej sprawie jest „wyboista” co wskazuje, że ewentualne decyzje zapewne nie zapadną szybko jeśli w ogóle (szerzej pisaliśmy o procedurach w grudniowym raporcie miesięcznym). Na chwilę obecną Węgry deklarują, że nie poprą wniosku o sankcjach 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 kularach negocjacje mogą wywoływać burzliwe dyskusje w mediach, jednak nie powinny one 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. Ostatnie zmiany w Rządzie i podjęte przez Premiera Morawieckiego rozmowy z przedstawicielami państw UE mają na celu złagodzenie konfliktu i ocieplenie wizerunku rządu polskiego.

Zsynchronizowany globalny wzrost, ale to USA nadal wyznacza trend

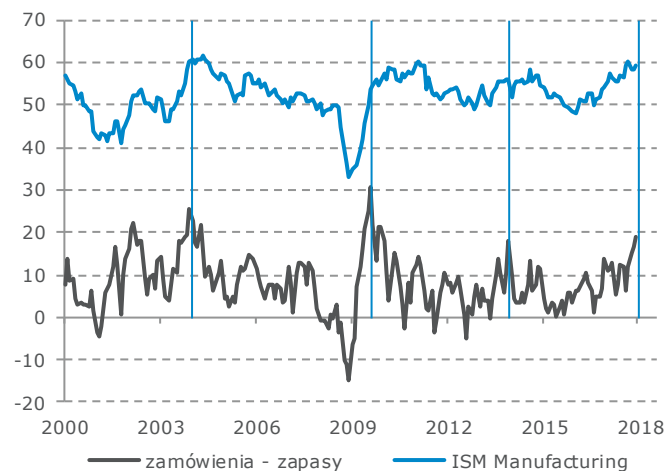
ISI Evercore prognozuje, że w 2018 roku w USA dynamika wzrostu PKB wyniesie 3,0% w stosunku do 2,5% w 2017. Jednocześnie analitycy zakładają wzrost inflacji, w efekcie czego nominalny wzrost PKB przyspieszy do 5,0% w stosunku do 4,0% w roku poprzednim (deflator PKB +2,0% vs. +1,5%). Taki scenariusz jest pozytywny dla akcji, nawet jeśli mamy do czynienia z wysokimi wycenami. Poniżej chcemy zwrócić uwagę na czynniki ryzyka, które mogłyby taki scenariusz zanegować.

Cykl gospodarczy w USA jest już mocno zaawansowany. Wskaźniki wyprzedzające ISM dla przemysłu i usług oraz ich subindeksy osiągnęły poziomy szczytowe dla innych cykli i z dużym prawdopodobieństwem można przyjąć, że w kolejnych kwartałach zobaczymy ich spadek. Samo w sobie nie oznacza to oczywiście końca trendu wzrostowego PKB, a jedynie spowolnienie dynamiki wzrostu. Jak głębokie będzie to spowolnienie pokaże czas i dziś nie sposób go prognozować, jednak naszym zdaniem dla rynków finansowych spowolnienie może poddać w wątpliwość zakładane dynamiki wzrostu EPS dla spółek giełdowych (+21% w całym 2018 r.).

Ostatnim razem ISM Manufacturing spadł poniżej 45 pkt 102 miesiące temu. Biorąc pod uwagę, obecną koniunkturę w gospodarce światowej wszystko wskazuje na to, że będzie to najdłuższy cykl od co najmniej końca II wojny światowej. Podobna sytuacja miała miejsce tylko w latach '90, przy czym w tamtym cyklu wskaźnik dwukrotnie spadał poniżej poziomu 50 pkt. Poniższy wykres prezentuje okres trwania cykli w dwóch wariantach: a) od dołka do dołka cyklu, b) okres „przebywania” indeksu powyżej 45 pkt. Warto pamiętać, że dopiero wejście wskaźnika w okres recesji powodowało długotrwałą i głęboką przecenę na rynku akcji. Spadki indeksu w ramach mniejszych pod-cykli zwykle kończyły się lokalną korektą indeksów. Ograniczając analizę tylko do danych historycznych ISM, można by postawić tezę, że wskaźnik właśnie buduje szczyt, a w kolejnych 18 miesiącach powinien spaść poniżej 45 pkt.

Kiedy spadek ISM? Struktura subindeksów ISM Manufacturing wskazuje, że obecny cykl dla wskaźnika może potrwać jeszcze kilka miesięcy zanim zacznie on spadać. Różnica subindeksu nowych zamówień i zapasów wynosi obecnie 20,9 pkt. Szeroki wskaźnik zaczynał spadać, zwykle kilka miesięcy po tym jak wspomniana różnica subindeksów ustanawiała cykliczny szczyt (wykres obok).

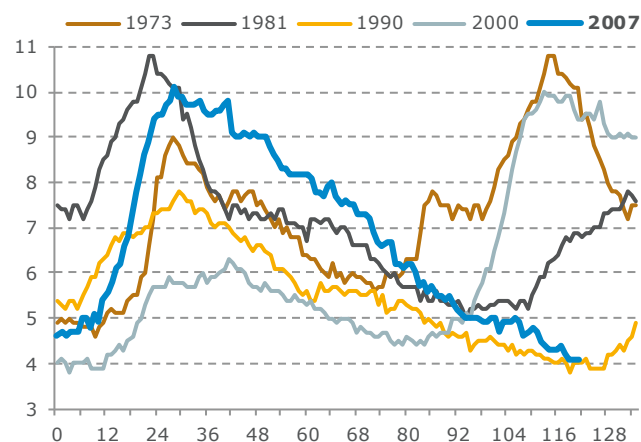
ISM Manufacturing na tle różnicy subindeksu nowych zamówień i zapasów



Źródło: Bloomberg, mBank

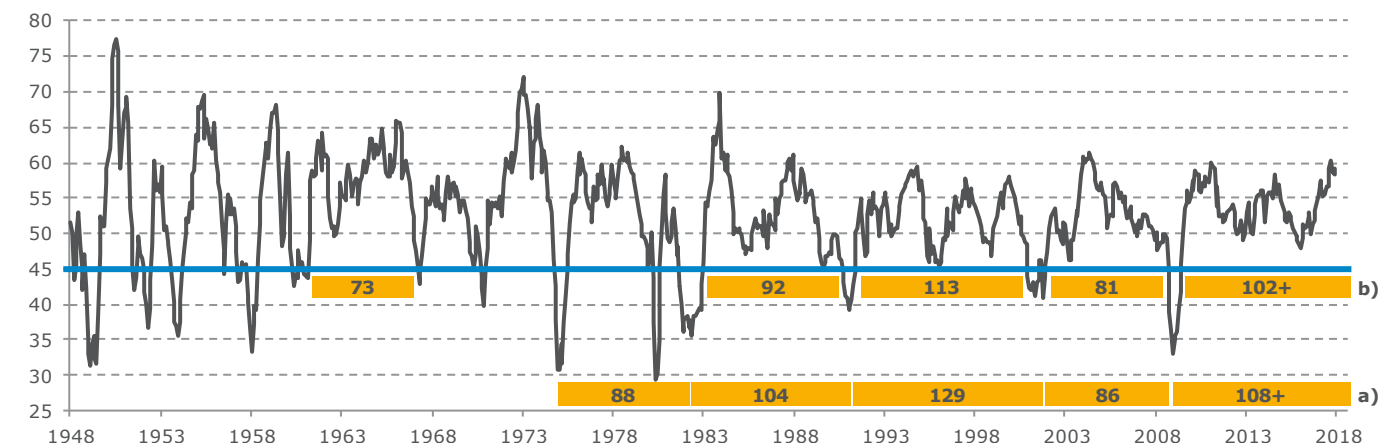
Podobne wnioski płyną z analizy stopy bezrobocia. Okres trwania obecnego cyklu zatrudnienia również jest dłuższy niż trzy z czterech pozostałych cykli w ostatnich 45 latach. Można go porównywać jedynie z cyklem z lat '90, który jak na razie trwa dłużej o 7 miesięcy i wszystko wskazuje, że wynik ten zostanie pobity przez obecny trend. To oczywiście tylko statystyka, jednakże pokazująca fazę w jakiej znajduje się gospodarka amerykańska.

Stopa bezrobocia w USA w kolejnych cyklach (m-ce)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBank

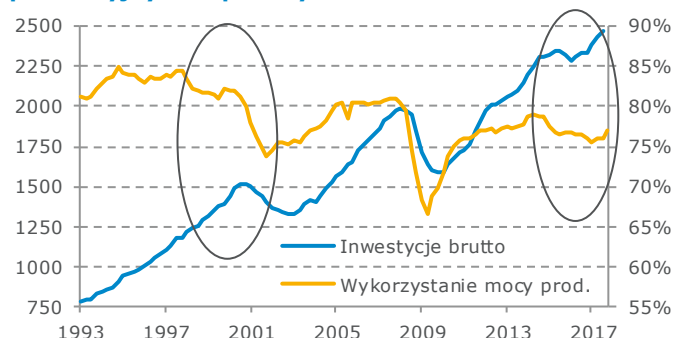
ISM w przemyśle – długość cykli (w miesiącach)



Źródło: Bloomberg, mBank

Czynniki jak wykorzystanie mocy produkcyjnych (77,1% vs. 80-84% w szczytach poprzednich cykli) czy poziom inwestycji nadal mają potencjał dalszego wzrostu i mogą pchnąć gospodarkę na jeszcze wyższy poziom. Zwracamy uwagę, że „nierosnące” wykorzystanie potencjału produkcyjnego w okresie dobrej koniunktury gospodarczej i rosnących inwestycjach przypomina sytuację w końcu lat '90.

Prywatne inwestycje brutto na tle wykorzystania mocy produkcyjnych w przemyśle



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

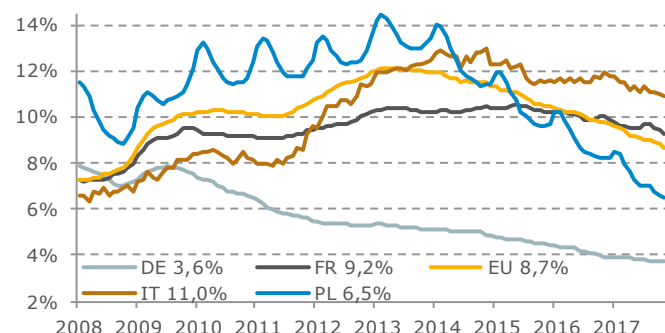
Elementem, który powinien przedłużyć długość cyklu jest przygotowywana reforma podatkowa oraz pakiet fiskalny. W przypadku tego drugiego kluczowym elementem pozostaje jego wpływ na inflację. Zgodnie z założeniami projektu ma on stymulować nie tylko popyt konsumpcyjny, ale przede wszystkim część podaży gospodarki poprzez przyspieszenie inwestycji i poprawę produktywności, co w długim okresie będzie ograniczało wzrost inflacji. Takie są założenia. Część analityków zwraca jednak uwagę, że tak silny impuls dla gospodarki w fazie bardzo niskiego bezrobocia doprowadzi do przegrzania koniunktury i dużo szybszych podwyżek stóp procentowych.

W kontekście reformy podatkowej i pakietu fiskalnego tematem, który będzie częściej niż w 2017 roku trafiał na wokandę będzie deficyt budżetowy. W 2017 roku wyniesie on 3,4% PKB. Według obecnych szacunków sfinansowanie reformy i pakietu będzie kosztować ok. 1,5 bln USD, tj. 1,9% PKB.

Europa przyspieszy – chyba, że...

W Europie wzrost gospodarczy przyspiesza, a jego głównym motorem pozostają: konsumpcja wewnętrzna – wspomagana znaczną poprawą na rynku pracy (spadek stopy bezrobocia w UE do 8,7% z 9,8% przed rokiem; 7,3% w 2007 r.) oraz eksport – stymulowany silnym popytem w światowej gospodarce, szczególnie na rynku chińskim. Wraz z rosnącym wykorzystaniem mocy wytwórczych coraz wyraźniej rosną również inwestycje. Wskaźniki wyprzedzające zapowiadają kontynuację trendu w 2018 roku.

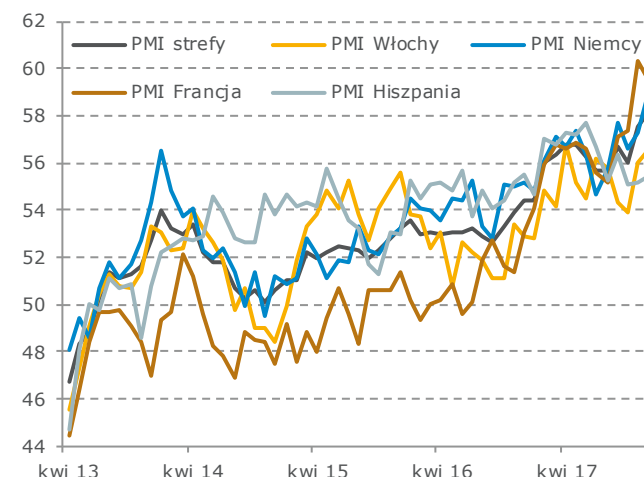
Stopa bezrobocia w wybranych krajach Europy



Źródło: Bloomberg

Makroekonomiści Commerzbanku zakładają, że realny wzrost PKB w strefie euro wyniesie 2,5% (Niemcy +2,5%, Francja +2,3%, Włochy +1,7%) przy inflacji CPI na poziomie 1,6%. Cykl PMI w Europie nakłada się na cykl ISM z niewielkim opóźnieniem i jak na razie potwierdza optymistyczne prognozy wzrostu gospodarczego.

PMI Composite dla największych gospodarek strefy euro



Źródło: Bloomberg

Czy jednak skala aprecjacji euro w stosunku do koszyka walut nie będzie powodem wyhamowania trendu, a właściwie wolniejszego wzrostu niż zakłada konsensus? Biorąc nawet pod uwagę, że duża część eksportu poszczególnych krajów odbywa się w obrębie strefy, to jednak trudno zakładać niewrażliwość rentowności eksporterów na kurs walutowy. Tempo aprecjacji euro jest wyższe niż przewidywali analitycy prognozujący wzrost gospodarczy. Prognoza Commerzbank dla Niemiec (+2,5% PKB) została przygotowana przy założeniu odwrócenia trendu aprecjacyjnego EUR (1,16x USD na koniec 1Q). Pierwszym symptomem prawdopodobnej zmiany momentum powinny być *profit warnings* ze spółek w trakcie trwającego sezonu wynikowego w Europie (szczególnie spółek z DAX).

Innym, bardziej długoterminowym czynnikiem ryzyka (kolejne 5 lat) podnoszonym w kontekście gospodarki niemieckiej jest rozwój technologii produkcji samochodów elektrycznych. Około 30% zysków spółek z DAX generuje branża samochodowa i jej podwykonawcy. Idea samochodu elektrycznego opiera się na dużo większej prostocie układu mechanicznego, która dotychczas była istotną barierą wejścia na rynek samochodowy i dawała firmom niemieckim status globalnego potentata. Wystarczy wspomnieć, że nad własnymi projektami samochodów elektrycznych (i autonomicznych) pracują m.in. Apple i Google. We wrześniu Samsung zaprezentował baterie samochodowe umożliwiające przejechanie 600 km. W 2018 roku niemieckie koncerny najprawdopodobniej osiągną wysokie poziomy sprzedaży aut, jednak każde kolejne prezentacje nowych elektrycznych samochodów konkurencji (*new entrants*) będą psuły sentyment do sektora i potwierdzały, że wskaźniki wyceny BMW czy Volkswagena (P/E ok. 8,0x) nie są okazją do kupna.

Obligacje – ryzyko szybkiego ruchu przy nisko osadzonych oczekiwaniach inflacyjnych, przełamanie długoterminowego trendu na 10Y w USA?

Inflacja (CPI) w USA w najbliższych 2-3 miesiącach powinna spadać ze względu na efekty bazowe, a w kolejnych zacznie stopniowo rosnąć aż do 2,4-2,5% pod koniec roku. Oczekiwania rynków są niskie, co oznacza że nawet niewielkie odchylenie od zakładanych trajektorii wzrostu może zostać odebrane przez inwestorów jako zapowiedź szybszych podwyżek stóp. Obecnie konsensus zakłada 3 podwyżki w 2018, tj. nieco poniżej oczekiwań członków FOMC (3-4). Analogicznie rynek nie dyskontuje tempa zacieśniania vs. szacunki FED w 2019 i 2020. Oprócz rosnącego napięcia na rynku pracy poziom CPI będzie podbijać rosnąca cena ropy naftowej i innych surowców przemysłowych, co do niedawna nie było zakładane w konsensusie prognoz analityków.

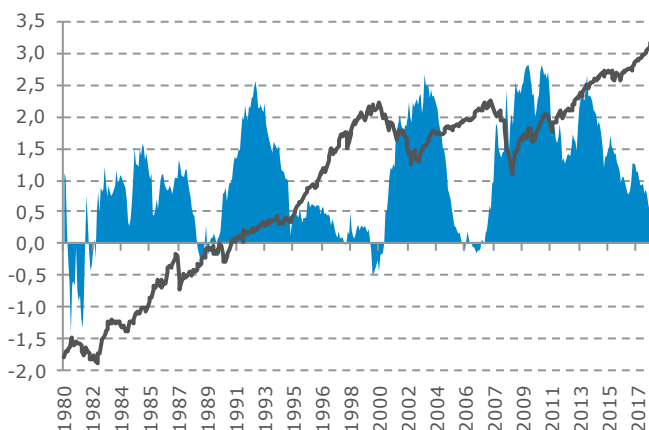
Długoterminowy trend na 10Y US bonds (skala logarytmiczna)

Źródło: Bloomberg



Szybszy wzrost inflacji niż zakłada rynek przesunie rentowności obligacji, przy czym warto zwrócić uwagę, że wzrost rentowności 10Y powyżej 3,0% zostanie odebrane przez inwestorów jako zmiana długoterminowego trendu, zapoczątkowanego w roku 1981. Techniczne przełamanie trendu może aktywować algorytmiczne zlecenia na rynek akcji i obligacji, przyspieszające spadek cen. Oprócz inflacji, czynnikiem który zwiększa prawdopodobieństwo przełamania wspomnianego poziomu jest oczekiwane rozszerzenie deficytu budżetowego związane z reformą podatkową i pakietem fiskalnym.

Krzywa rentowności 10Y-2Y na tle S&P500



Źródło: Bloomberg

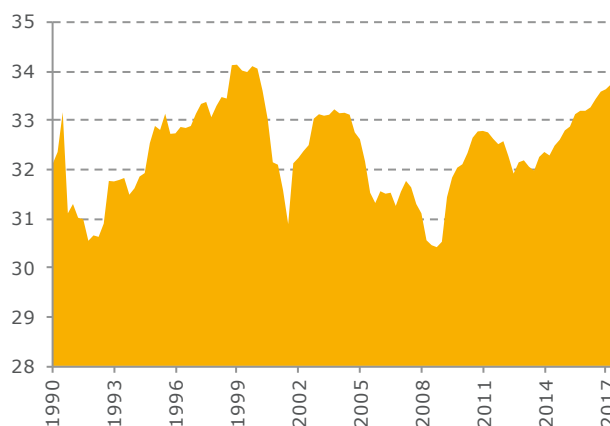
W ostatnich 40 latach krzywa dochodowości (10Y-2Y) w USA czterokrotnie osiągała ujemne wartości, za każdym razem poprzedzając recesję w gospodarce. Obecnie krzywa wypłaszcza się i jeżeli tempo tego ruchu zostanie utrzymane to na przełomie 2018/19 roku będziemy mieli do czynienia z odwróconą krzywą dochodowości (ostatnio widzianą w 2007). Z punktu widzenia inwestorów giełdowych nasuwają się następujące konkluzje: a) wystąpienie odwróconej krzywej dochodowości wyprzedza recesję i ewentualne spadki na giełdzie o kilka/kilkanaście miesięcy; b) sam fakt wystąpienia odwróconej krzywej nie oznacza zmiany trendu na spadkowy (w latach '90 miała miejsce tylko lokalna korekta, płytka recesja z utrzymaniem wyników spółek na wysokim poziomie).

Konsekwencją rosnących rentowności obligacji jest zmniejszenie atrakcyjności akcji liczonej wskaźnikiem DY vs. stopa zwrotu z obligacji. DY dla spółek z S&P500 za ostatnie 12 miesięcy wynosi 1,8%, a prognozowany na 2018 rok 1,87%, przy rentowności obligacji 10Y na poziomie 2,71%.

Wyniki spółek jak w latach '90

Dopóki wyniki spółek poprawiają się r/r dopóty nie zakładamy wejścia indeksów w trend spadkowy. Długość obecnego cyklu dobrych wyników spółek amerykańskich, podobnie jak całej gospodarki, można porównać jedynie do lat '90, kiedy rentowność brutto sprzedaży utrzymywała się nawet na wyższym poziomie (obecnie 33,7%). Konsensus prognoz na najbliższe dwa lata jest również optymistyczny i zakłada, że marże utrzymają się na takich poziomach.

Rentowność sprzedaży brutto (%) spółek z S&P500

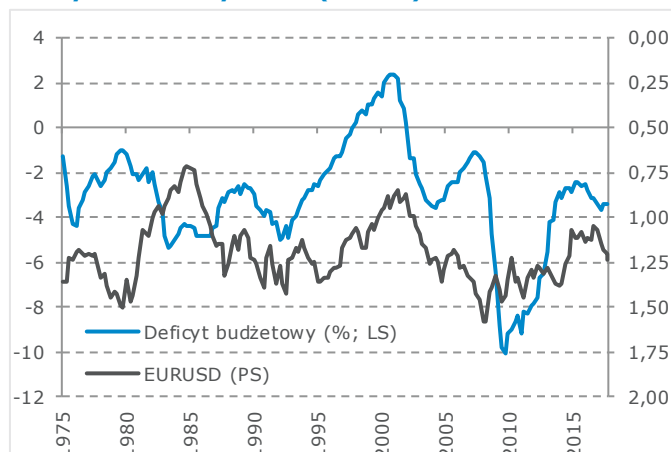


Źródło: Bloomberg

EURUSD – co dalej?

Rok 2017 był rokiem słabnącego USD (zmiana z 1,05 do 1,20 vs. EUR). W ostatnich miesiącach 2017 roku słabnięcie USD napędzało przyspieszenie wzrostu gospodarczego w innych gospodarkach – szczególnie w strefie euro, co powoduje wzmożone oczekiwania na zmianę w polityce monetarnej ECB (w stosunku do zaawansowanego cyklu podwyżek FED). Co może zmienić trend? Momentum w strefie definitywnie poprawia się, ale biorąc pod uwagę wysoki udział w PKB eksportu (w przeciwieństwie do USA) dalsze umocnienie euro może ograniczać potencjał wzrostu i przesunąć w czasie ruch ze strony ECB. Z drugiej strony szybki wzrost w USA (4-5% nominalnie) i towarzyszący temu wzrost inflacji zwiększy oczekiwania na ruch ze strony FED. Dodatkowo reforma podatkowa i pakiet fiskalny powiększające deficyt budżetowy o ok. 1,5 bln USD zapewne będą podbijały rynkowe stopy procentowe. W szerokiej perspektywie, z wyjątkiem początku lat '80, wzrost deficytu wpływał na osłabienie USD.

Deficyt budżetowy w USA(% PKB) a kurs EURUSD



Źródło: Bloomberg

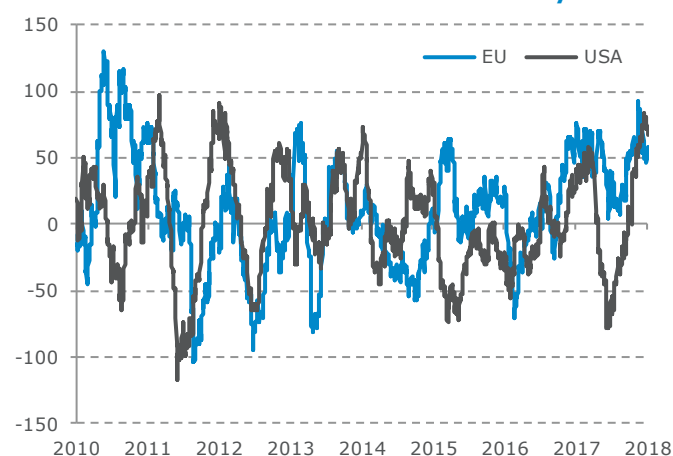
Tym niemniej występowały okresy kilkuletnie, kiedy tendencja ta była odwrotna. Jednym z wytłumaczeń jest to, że kiedy rynki zwiększały apetyt na ryzyko to USD osłabiał się i odwrotnie.

Naszym zdaniem kolejne miesiące 2018 r. przyniosą schłodzenie oczekiwań i zmniejszenie apetytu na ryzyko. Paradoksalnie, problemy z kolejnym zwiększeniem limitów budżetowych (szczególnie po prawdopodobnie przegranych wyborach do Kongresu przez Republikanów) powinny umacniać USD (risk-off). Biorąc pod uwagę te elementy, naszym zdaniem w pierwszej części 2018 r. USD osłabi się do EUR do poziomu 1,27-1,29, a następnie zacznie się umacniać.

Sentymet inwestorów – optymizm największy od lat

Wskaźniki optymizmu inwestorów osiągnęły wysokie poziomy w ujęciu historycznym, co w połączeniu z wysokimi oczekiwaniami dotyczącymi scenariusza makro i wzrostu wyników spółek stanowi ryzykowną mieszankę. Samo to nie oznacza końca trendu wzrostowego, który przy utrzymującym się stabilnym otoczeniu może być kontynuowany. Chodzi raczej o ryzyko gwałtownej reakcji rynku, kiedy pojawią się pierwsze rozczarowania.

Wskaźnik zaskoczeń Citibanku dla USA i strefy euro



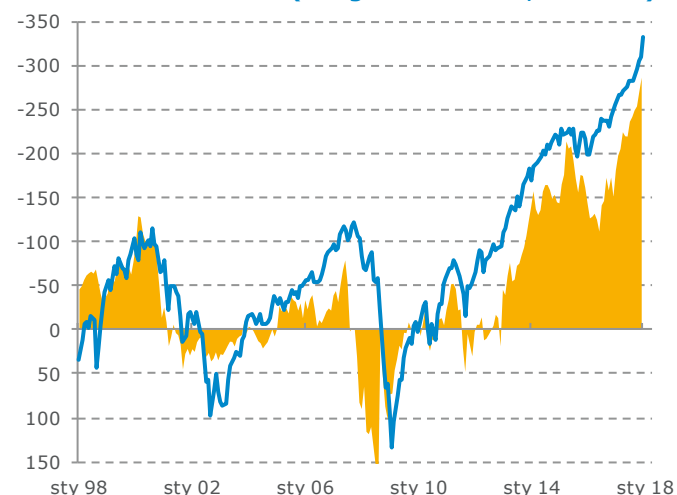
Źródło: Bloomberg

Wskaźniki sentymentu inwestorów osiągają wysokie odchylenia, przy czym bazując na danych historycznych taki stan może mieć miejsce jeszcze przez wiele miesięcy. VIX dla S&P500 utrzymuje się na poziomie ok. 10 pkt, średnia 3-miesięczna różnica pomiędzy bykami a niedźwiedziami dla rynku amerykańskiego na koniec grudnia 2017 wzrosła do 32 p.p., Markit CDS North America Index obniżył się do zaledwie 47,3 pkt. Wskaźnik wyceny akcji amerykańskich (S&P500) liczony metodą Shiller P/E osiągnął wartość 34,5x, tj. blisko dwukrotnie wyższą niż mediana w ostatnich 100 latach. W poszczególnych cyklach wskaźnik osiągnął wyższą wartość (44,2x) jedynie w roku 2000 (wielokrotnie porównywany przez nas w tym opracowaniu koniec cyklu lat '90). Największa różnica pomiędzy P/E Schiller a zwykłym P/E ma miejsce w przypadku spółek z sektora nieruchomości (46,8x vs. 27,4x), surowców i materiałów (37,3x vs. 28,8x) i technologii (38,5x vs. 28,0x; można to tłumaczyć rewolucją technologiczną w wielu dziedzinach życia).

Inwestorzy dużo kupują na kredyt, ryzyko zwiększonej zmienności, na razie bez sygnału odwrócenia trendu

FINRA co miesiąc publikuje dane z firm członkowskich prowadzących rachunki zabezpieczające dla klientów dotyczące sumy wszystkich sald debetowych na rachunkach papierów wartościowych (*margin debt*) i sumy wszystkich wolnych sald kredytowych na wszystkich rachunkach pieniężnych oraz wszystkich rachunkach zabezpieczających papiery wartościowe (*Free Credit Cash Accounts and Credit Balances in Margin Accounts*). W uproszczeniu różnica pomiędzy tymi pozycjami (*Balance*) daje obraz zalewarowania inwestycji w akcje na rynku amerykańskim. Wynik przedstawiamy w formie graficznej poniżej.

Balance na tle S&P500 (margin debt - cash; mld USD)



Źródło: FINRA, Dom Maklerski mBanku

Z danych wynika, że historycznie dywergencja polegająca na wcześniejszym ustanowieniu maksymalnego poziomu przez *Balance* w stosunku do szczytu indeksu (S&P500, niebieska linia na wykresie) może być dobrym wskaźnikiem wyprzedzającym zmiany trendu. Samo silne zalewarowanie pozycji nie jest wyznacznikiem końca trendu (przy pozytywnym sentymencie może się powiększać) a raczej wycofanie/zmniejszenie zakupu na kredyt przez bardziej przewidujących inwestorów. Warto jednak zwrócić uwagę, że w 2000 roku szczyt na wskaźniku wyprzedził szczyt indeksu o 6 miesięcy, a w roku 2007 o 4 miesiące. Ostatnia korekta większa niż 15% na S&P500 miała miejsce w 2011 (-19,4%). Wskaźnik wyprzedził ją o 2 miesiące. Dane FINRA publikowane są z miesięcznym opóźnieniem.

Fala kapitału na rynek akcji przez ETF

Główną siłą sprawczą hossy na akcyjnych rynkach wschodzących jest napływ kapitału do funduszy ETF dedykowanych do tej klasy aktywów. W ciągu ostatnich 12 miesięcy łącznie napłynęło do nich 55 mld USD, tj. 27% stanu wyjściowego (+88 mld USD w ostatnich trzech latach). Skala napływu kapitału wyraźnie przyspieszyła w ostatnich kwartałach. W samym styczniu fundusze pozyskały netto 9,4 mld USD. ETF dedykowane na rynki wschodzące są nadal relatywnie małe (257,5 mld USD), jeśli porównamy je do akcyjnych dedykowanych na rynki rozwinięte (4 733 mld USD, +13% r/r). Oczywiście skala napływu kapitału do ETF jest silnie skorelowana z sentymentem inwestorów i sytuacją w globalnym makro. Dopóki rynki rozgrywają pozytywny scenariusz kapitał nadal będzie płynął. Lokalny kapitał (OFE, TFI) pozostaje relatywnie słaby, ale w roku 2018 widzimy czynniki, które mogą istotnie wpływać na realokację kapitału w Polsce.

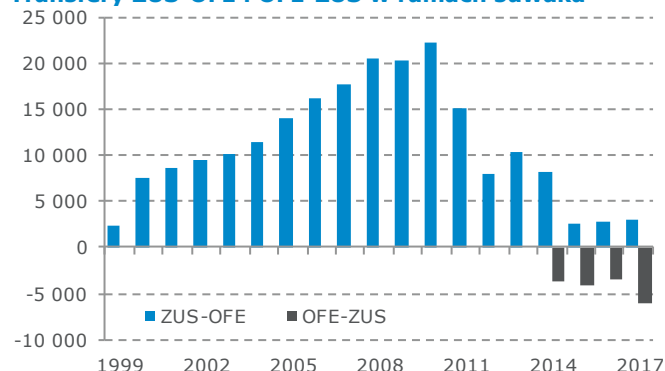
RPP nadal gołębia, pozytywny scenariusz makro dla polskiej gospodarki

Podobnie jak dla globalnej gospodarki czy bliżej – strefy euro – scenariusz makro dla Polski na rok 2018 pozostaje pozytywny. Nasi makroekonomiści zakładają 4,5% realny wzrost PKB w stosunku do 4,3% w 2017 r.; 4,2% wzrost konsumpcji prywatnej stymulowanej nadal poprawiającą się sytuacją na rynku pracy; przyspieszenie wzrostu inwestycji do 9,8% z 3,9% w poprzednim roku. Inflacja CPI w Polsce na koniec roku obniżyła się do 2,1%. W najbliższych dwóch miesiącach, głównie za sprawą efektów bazowych (żywność), inflacja spadnie poniżej 2% co da argumenty RPP do utrzymania gołębiego nastawienia w polityce monetarnej. Od 2Q efekt bazy wygaśnie i wraz ze wzrostem gospodarczym przyspieszy inflacja (CPI średnioroczna 2,4%), tym bardziej że przedsiębiorstwa coraz łatwiej podwyższają ceny swoich produktów.

Co dalej z OFE? W 2018 nic nowego

OFE odprowadzają oszczędności klientów w ramach suwaka do ZUS od 2014 roku. Wielkość transferów w ujęciu rocznym była podobna i wahała się między 3,5 mld PLN (2016) a 6,1 mld PLN (2017), z czego 1,5 mld PLN jednorazowo w związku z obniżeniem wieku emerytalnego). W ujęciu kwartalnym w okresie 1-3Q'17 roku suwak transferował z OFE średnio 1 053 mln PLN. W tym czasie przepływy z ZUS do OFE wyniosły średnio 862 mln PLN, co implikuje kwartalne przepływy netto ma poziomie -190 mln PLN. Warto zwrócić przy tym uwagę, że OFE NN ze względu na strukturę wiekową członków, a przede wszystkim fakt, że aż 25% członków funduszu nadal odprowadza składki w ramach II filara ubezpieczeń do funduszu, a nie do ZUS (wynik reformy OFE z 2014 roku, średnia dla wszystkich OFE to 16%) odnotowało w tym okresie dodatni bilans przepływów na poziomie 66 mln PLN kwartalnie. Oznacza to, że dla pozostałych OFE negatywny bilans wynosił 257 mln PLN kwartalnie.

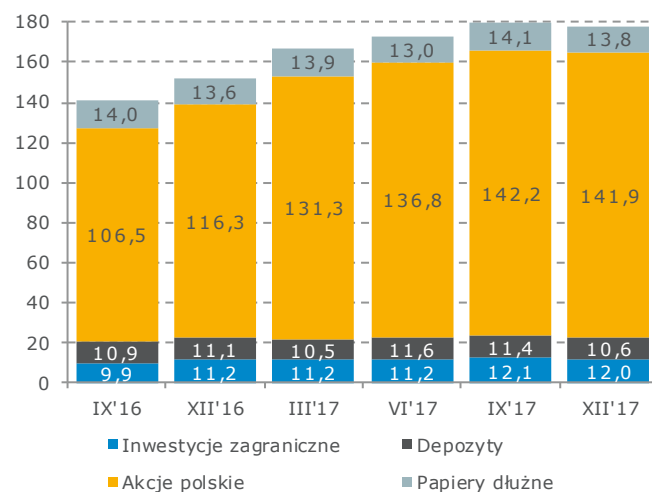
Transfery ZUS-OFE i OFE-ZUS w ramach suwaka



Źródło: ZUS, KNF

Obniżenie wieku emerytalnego w Polsce do 65 lat dla mężczyzn i 60 lat dla kobiet powoduje, że kolejne roczniki „skokowo” wejdą w wiek emerytalny lub zostaną objęte mechanizmem suwaka, co oznacza obniżenie składek wpłacanych przez ZUS jak również zwiększenie wypływu środków w ramach suwaka. Efekt „skokowego” dopasowania to jednorazowa kwota ok. 1,5 mld PLN, którą OFE jednorazowo przekazały do ZUS w 4Q'17 (bilans netto kwartału to 2,6 mld PLN). Ponadto trwała zmianą jest to, że kwoty transferowane do ZUS będą dwukrotnie przekraczały wielkość składek wpłacanych do funduszy (1,4 mld PLN vs. 0,7 mld PLN). Oznacza to kwartalny bilans netto na poziomie ok. -0,7 mld PLN. Fundusze będą zasilane gotówką dzięki dywidendom i sprzedaży akcji spółek wycofywanych z GPW.

Struktura portfela inwestycyjnego OFE (mln PLN)



Źródło: KNF

Pomimo negatywnego bilansu transferów z ZUS (-3,2 mld PLN w 2017) wartość aktywów OFE wzrosła w 2017 do 179 mld PLN (z 151 mld PLN), co jest efektem wzrostu cen akcji. Na koniec roku udział akcji polskich w portfelach OFE wyniósł 79,6%, a akcji zagranicznych 6,3%. Ponadto OFE utrzymywały 10,6 mld PLN na depozytach bankowych (6% aktywów), co w kontekście dużej przewidywalności odpływu środków jest poziomem bezpiecznym i oznacza, że OFE mogą dokonać zakupu akcji jeśli pojawi się okazja inwestycyjna (ciekawie transakcje IPO/SPO/ABB, korekta na rynku). Biorąc jednak pod uwagę, że OFE utrzymywały bufor płynnościowy na podobnym poziomie historycznie i (przede wszystkim) negatywne przepływy w kolejnych latach, OFE nie będą „siłą sprawczą hossy”.

Obok obniżenia wieku emerytalnego OFE czekają zmiany wynikające z rządowej reformy systemu emerytalnego, zakładającej m.in. wprowadzenie Powszechnych Planów Kapitałowych. W części dotyczącej trzeciego filara koncepcja Rządu zakłada przekształcenie PTE w TFI. Sam kształt zmian został zaprezentowany w 2016 roku i dziś trudno oceniać, czy nadal jest aktualny. Według ówczesnych założeń 25% aktywów OFE ma być transferowane do Funduszu Rezerwy Demograficznej – zarządzanej przez ZUS. Kluczem jest tu data, na którą zostanie dokonane wyliczenie wspomnianego progu. W chwili przedstawienia koncepcji, ok. 25% aktywów OFE stanowiły inne aktywa niż akcje polskich spółek. Obecnie udział polskich akcji stanowi 80%, co oznacza, że jeżeli Rząd podtrzyma wcześniejszy 75% próg, fundusze będą musiały albo oddać polskie akcje (według jakiego klucza?) lub je sprzedać, aby uzyskać gotówkę. Niezależnie od tego pytaniem pozostaje, ile czasu fundusze będą miały na dopasowanie struktury aktywów do nowych realiów (dywersyfikacja, zmniejszenie udziału akcji).

Pocieszające dla GPW jest to, że według deklaracji szefa PFR Pawła Borysa priorytetem dla rządu jest wprowadzenie PPK i tu obecnie koncentrują się wysiłki legislacyjne. Zmiany w OFE to kolejny etap, który może zostać zaimplementowany dopiero w 2020 roku, co oznaczałoby że w 2018 roku OFE nie „będą ruszone”.

Powszechne Plany Kapitałowe – PPK

Rząd nadal nie przedstawił projektu ustawy dotyczącej PPK – programu opartego na wzorze brytyjskim (automatyczny zapis, co dwa lata ponawiany w przypadku wcześniejszej rezygnacji). Biorąc pod uwagę sytuację w jakiej znalazły się OFE, program PPK w kształcie proponowanym przez Premiera Morawieckiego pozytywnie wpływałby na rynek kapitałowy w Polsce. Premier deklarował, że legislacja PPK powinna zakończyć się do lipca 2018, a zacznie on funkcjonować od stycznia 2019. Jeżeli Rząd miałby dotrzymać słowa, najpóźniej do końca 1Q powinniśmy zobaczyć projekt ustawy. Uważamy, że już sama dyskusja rynkowa/medialna na temat skutków programu (publikacja projektu zwiększy prawdopodobieństwo jego wejścia) będzie pozytywnie wpływać na rynek akcji w kolejnych miesiącach. Dodatkowo, akcje zachęcania do oszczędności m.in. poprzez giełdę (w ramach PPK) powinien prowadzić Rząd. Przy założeniu partycypacji na poziomie 60-75%, roczne napływy nowego kapitału w ramach programu to ok. 15-17 mld PLN, z czego ok. 1/3 powinno trafić na rynek akcji. Oznacza to powrót do czasów z dużą aktywnością OFE.

Przypominamy główne założenia programu PPK:

Zasięg: osoby w wieku 19-55 lat obowiązkowo, powyżej 55. roku życia dobrowolność; przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 19 pracowników – w pierwszym etapie program będzie dotyczył przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 250 osób, w kolejnym półroczu 50-249 osób, po roku 49-19 osób, a przedsiębiorstwa które wdrożyły Powszechne Programy Emerytalne będą zwolnione z obowiązku.

Partycypacja: automatyczny zapis, możliwość rezygnacji po 3 miesiącach, ale po dwóch latach ponowny zapis automatyczny i konieczność deklaracji o ewentualnej rezygnacji; automat co dwa lata.

Składka: pracownik 2% wynagrodzenia z możliwością zwiększenia do 4%, pracodawca 1,5% wynagrodzenia z możliwością zwiększenia do 2,5%, budżet państwa 240 PLN rocznie (plus 250 PLN jednorazowo na początek).

Ulgi: pracownik – zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych, składek na ubezpieczenie społeczne; pracodawca – koszt podatkowy

Zarządzający: przez pierwsze dwa lata PFR (TFI), potem przedsiębiorca sam wybiera fundusz zarządzający; docelowo PFR ma być operatorem systemu odpowiedzialnym za infrastrukturę (informacja, ewidencja i rozliczenia).

Struktura aktywów: fundusze zdefiniowanej daty, tj. profil ryzyka zależny od wieku ubezpieczonego; akcje, obligacje komercyjne i skarbowe.

Dostępność funduszy: po wejściu w wiek emerytalny dwa warianty: 100%, ale oznacza konieczność zapłacenia podatku od zysków kapitałowych; lub 25% bez podatku, a pozostałe 75% rozłożone na równe raty płatne w ciągu 10 lat; ponadto możliwość wykorzystania oszczędności na cele mieszkaniowe, ale istnieje konieczność zwrotu środków przed emeryturą; 50% zgromadzonych środków na cele zdrowotne – w przypadku poważnych problemów zdrowotnych.

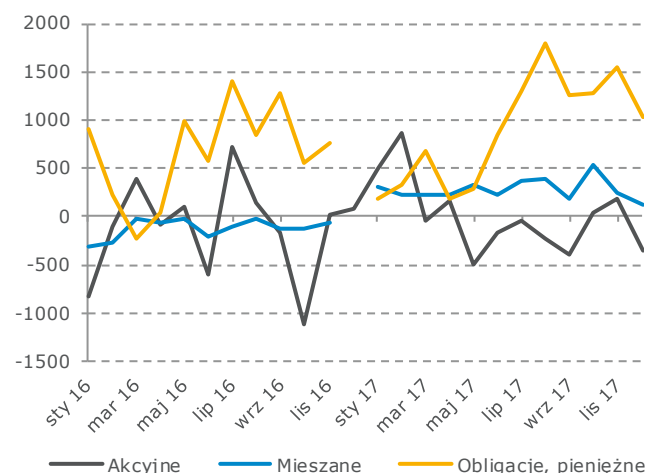
Oczekiwane roczne wpływy do funduszy: 15-17 mld PLN przy założeniu średniej składki na poziomie 3,5% i partycypacji 60-75%.

Po działaniach podjętych w stosunku do OFE (transfer 1/2 aktywów do ZUS w 2014) i przekonywaniu Polaków przez Rząd, że fundusze są nieefektywne i „przejadają” pieniądze oszczędzających, obecnie problemem jest brak zaufania obywateli do rynku kapitałowego. Nadal przejawia się to chociażby w negatywnym postrzeganiu TFI. Dobrze przygotowana akcja promocyjna i wprowadzone wcześniej 500+ (rosną oszczędności mniej zarabiających) powinno powodować, że odsetek rezygnujących będzie relatywnie mały (15-20%).

TFI nadal bez napływu do funduszy akcyjnych

Zgodnie z danymi izby branżowej, w 2017 roku pomimo relatywnie wysokich stóp zwrotu, krajowe TFI pozyskały netto do funduszy akcyjnych (uniwersalne, MŚ, absolut return) zaledwie 14 mln PLN, przy czym dodatni bilans w ujęciu kwartalnym wystąpił tylko w 1Q (+1,3 mld PLN). 13,5 mld PLN jakie napłynęły w tym czasie netto do wszystkich funduszy (głównie pieniężne +6,8 mld PLN, dłużne +3,6 mld PLN) najlepiej oddają preferencje inwestycyjne gospodarstw domowych.

Przepływy netto do funduszy inwestycyjnych w Polsce (mln PLN)



Źródło: Izba TFI

Michał Marczak

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

Sektory w 2018

Finanse

- Oczekujemy, że środowisko operacyjne będzie nadal wspierać wyniki polskiego sektora bankowego w kolejnych latach, ale po znaczącym wzroście indeksu WIG Banki zalecamy selektywne podejście do inwestycji w banki.
- Dobre wyniki sektora w 2018 roku napędzane będą przez wolumeny kredytowe, a dopiero w 2019 roku przez podwyżki stóp procentowych. Obecnie oczekujemy +75 p.b. podwyżek w 2019 roku wobec poprzednich oczekiwań na poziomie +50 p.b. w 2018 i +50 p.b. w 2019 roku. Uważamy, że opóźnione podwyżki przełożą się na spadek konsensusu rynkowego o 3,8% w 2018 roku.
- Obecnie indeks WIG Banki notowany jest na wskaźniku 12 month forward P/E 16,0x oraz P/BV 1,5x, czyli najwyższej od 2015 roku. Oznacza to, że rynek przestał dyskontować podatek bankowy i zagrożenie płynące z ustaw CHF, a zaczął wyceniać podwyżki stóp procentowych. Re-rating był szczególnie widoczny w bankach ze znaczącą ekspozycją na kredyty CHF, takich jak PKO BP czy Bank Millennium. Tymczasem rentowność kapitałów, dywidenda, jak i sam kapitał nadwyżkowy pozostają na poziomie niższym niż 3 lata temu. Według naszych szacunków kapitał nadwyżkowy dostępny dla akcjonariuszy spadł przez ostatnie 3 lata aż o 52%. Wzrost współczynników wypłacalności jest odpowiedzią sektora na wciąż wzrastające wymogi regulatora, które będą rosły także w 2018 i 2019 roku. Uważamy, że częściowe uwolnienie kapitału nastąpiłoby jedynie przy znaczącej redukcji ekspozycji banków na kredyty CHF, co może nastąpić jedynie w przypadku wprowadzenia ustawy CHF i przewalutowania kredytów po preferencyjnym kursie. Takie rozwiązanie jednak w krótkim okresie będzie generować dodatkowe koszty, które znowu obciążą ROE sektora. Ze względu na sprzyjające środowisko operacyjne uważamy, że re-rating był słuszny, ale jego skala w bankach z ekspozycją na CHF była zbyt duża.
- W bankach poza Polską oczekujemy, że po bardzo dobrym 2017 wyniki banków regionalnych (OTP Bank oraz Erste Bank) spowolnią ze względu na normalizację kosztów ryzyka. Odpowiedzią OTP na tą sytuację jest ucieczka w akwizycje, które będą generować dodatkowy wynik już w 2019 roku. Jednocześnie pozostajemy bardzo pozytywni na Komercni Banka, gdzie rynek cały czas nie dyskontuje podwyżek stóp procentowych, a co za tym idzie poprawy w rentowności.
- Pozostajemy pozytywni na spółki finansowe, w których obecnie widzimy największy potencjał wzrostu. Uważamy, że PCM czy Skarbiec Holding prezentują jedną z najbardziej atrakcyjnych dywidend w sektorze jednocześnie wreszcie przyspieszając we wzroście organicznym. Ponadto, pozostajemy pozytywni na PZU, w którym nadal widzimy potencjał do wzrostu dzięki poprawiającym się wynikom banków, wzrostowi organicznemu składki przypisanej brutto oraz oddalającym się podwyżkom stóp procentowych.
- Finalnie uważamy, że spółki windykacyjne obecnie przeżywające kryzys zaufania na nowo odzyskują momentum. Katalizatorem dla kursu akcji może być w przypadku Kruk ogłoszenie wyników za 1Q'18 roku, zaś w przypadku GetBack jasne nakreślenie strategii odnośnie przyszłych zakupów oraz ich finansowania.
- **Kluczowe rekomendacje:** Alior (kupuj), Millennium (sprzedaj), Komercni Banka (kupuj), Skarbiec Holding (kupuj).

Chemia

- Ożywienie gospodarcze w Azji oraz dobre perspektywy dla wzrostu w Europie pozytywnie przełożyło się na notowania europejskich spółek chemicznych. Obecnie indeksy MSCI Chemicals dla Europy i dla Świata są notowane nieznacznie powyżej swoich trzyletnich prognoz (na wskaźnikach P/E'18 odpowiednio 18,3x oraz 17,9x; EV/EBITDA'17 9,8x oraz 10,1x).
- Ograniczenie szkodliwej dla środowiska produkcji w Chinach zmniejsza konkurencję tanich wyrobów z Azji. Naszym zdaniem w 2018 roku eksport kluczowych produktów chemicznych z Chin nadal będzie spadał (nawozy, soda), co przy oczekiwanym wysokim jednocyfrowym wzroście gospodarczym (w Chinach) zmuszać będzie tamtejszych klientów do poszukiwania zakupów z importu.
- Wyzwaniem dla spółek chemicznych są rosnące ceny surowców energetycznych (węgiel, gaz, ropa naftowa). W przypadku polskich spółek producenci będą się musieli zmierzyć z umocnieniem PLN do USD, gdyż marże są kwotowane w walucie obcej.
- Umocnienie EUR do USD negatywnie przekłada się na konkurencyjność europejskiej chemii. Producenci zlokalizowani na starym kontynencie mogą napotkać większą trudność w eksporcie towarów na rynki zagraniczne (szczególnie chemia Niemiecka). Z drugiej strony osłabienie USD budzi ryzyko importu taniej produkcji z USA (np. nawozy, soda, petrochemia itp.).
- Naszym zdaniem w polskim sektorze chemicznym najbardziej atrakcyjny pod względem wyceny jest Ciech (spółka obecnie notowana z 27-45% dyskontem na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA na lata 2018-2019). Spółka w IH'18 powinna korzystać na wzroście oczekiwań (rewizja prognoz w górę).
- W przypadku Grupy Azoty mamy wątpliwości, czy obecnym otoczeniu gospodarczym spółce uda się poprawić w 2018 roku wyniki finansowe. Na rezultatach ciążyć również będzie większa niż w 2017 roku liczba oczekiwanych przestojów modernizacyjnych.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj).

Paliwa

- Dobry sentyment na rynku ropy nadal się utrzymuje (rekordowa liczba długich pozycji spekulacyjnych), co ma uzasadnienie w odczytach fundamentalnych wskazujących na deficyt surowca i spadek globalnych zapasów. Dodatkowym wsparciem dla scenariusza drogiej ropy jest słaby dolar. Na razie utrzymujemy nasze roczne prognozy 65 USD/Bbl dla Brent, ale widzimy pole do pozytywnych zaskoczeń, szczególnie biorąc pod uwagę utrzymanie dyscypliny w ramach porozumienia OPEC.
- Marże rafineryjne osłabły w ostatnich miesiącach, co wpisuje się w nasz scenariusz pogorszenia otoczenia makro w segmencie downstream. Spodziewamy się utrzymania presji na rentowność przerobu w kontekście droższego surowca, normalizacji dynamiki popytu, rosnących zapasów paliw przy wysokiej utylizacji mocy rafineryjnych, planowanych coraz większych uruchomień nowych instalacji oraz rekordowego eksportu paliw z Chin. Zakładamy również trwałe obniżenie dyferencjału Ural/Brent, które wynika ze zmniejszenia eksportu ropy przez Primorsk (przekierowanie dostaw i większe zużycie w rosyjskich rafineriach). Nadal dodatkowym utrudnieniem dla sektora jest wysoki spread Brent/WTI.
- Na polskim rynku powinno dojść do stabilizacji dynamiki wzrostu popytu na niższych poziomach z uwagi na wygaśnięcie efektu ograniczenia szarej strefy. Dodatkowo

spółki mogą odczuć zaostrenie przepisów w obszarze biopaliw (konieczność realizacji NCW przez blending) oraz wzrost konkurencji na lokalnym rynku diesla po uruchomieniu instalacji DCU w Lotosie (presja na premię lądową).

- W petrochemii również oczekujemy cyklicznego pogorszenia rentowności, zarówno z uwagi na utratę przewagi instalacji opartych na nafcie względem tych etanowych, jak i perspektywę zwiększonej podaży z nowych instalacji w USA. Problemem jest również rosnący kurs EUR/USD, który wspiera import produktów do Europy.
- W takim scenariuszu makro utrzymujemy negatywne nastawienie do rafinerii, a jako alternatywę wskazujemy akcje PGNiG, które skorzysta nie tylko na drożących węglowodorach, ale ma szansę na re-rating i ekspansję wskaźników wyceny (obecnie EV/EBITDA poniżej średniej dla polskich spółek energetycznych) w związku ze stabilizacją wyników w obrocie (liberalizacja, zmiana przepisów) i potencjalną wygraną w arbitrażu z Gazpromem. Katalizatorem mogą być również akwizycje na szelfie norweskim.
- **Kluczowe rekomendacje:** PKN Orlen (sprzedaj), Lotos (redukuje), PGNiG (kupuj).

Energetyka

- W ostatnich tygodniach ceny energii w Niemczech na rok 2019 były pod presją z uwagi na słabsze odczyty spotowe (pogoda, wysoka produkcja OZE) i to mimo wyższych cen CO₂. Naszym zdaniem za wcześnie jeszcze, aby ten utrzyma, szczególnie że zwyżka cen uprawnień może mieć charakter incydentalny (jednorazowy popyt z przemysłu). Nie zakładamy również scenariusza odwrócenia tendencji na rynku węgla, a ostatnie spadki na spotach traktujemy bardziej jako korektę w związku z „pogodowym” spadkiem popytu.
- Na rynku polskim po dobrej końcówce roku obserwujemy osłabienie cen forward na TGE, ale nadal widzimy przestrzeń do pozytywnego zaskoczenia na poziomie marż w 2019 roku dla elektrowni zintegrowanych pionowo. Wiele wskazuje na to, że z opóźnieniem w notowaniach energii uda się przenieść zwyżkę cen węgla, a nowe bloki wchodzące do merit order (Opole, Jaworzno) nie będą tak destrukcyjne dla cen jak Kozienice (wewnętrzna integracja z LWB i presja na wolumeny) czy Płock (paliwo gazowe).
- W tym roku należy oczekiwać konkretnej propozycji Ministerstwa Energii w zakresie wsparcia kogeneracji, co powinno być dobrze odebrane przez rynek. Nadal czekamy też na kolejne kamienie milowe w kwestii rynku mocy: notyfikacja KE (eliminacja ryzyka długoterminowego), certyfikacja mocy (większa klarowność segmentacji mocy w poszczególnych koncernach), parametry aukcji (popyt, potencjalna redukcja i szacunki cen) i wreszcie pierwsze aukcje pod koniec roku. Liczymy na pozytywne zaskoczenia w tym zakresie, ale przypominamy, że nawet po aukcjach wiedza na temat rentowności sektora po 2020 roku będzie niepełna z uwagi na niewiadomą cenę za energię.
- Ważny dla postrzegania sektora może być fakt, że właśnie kończy się cykl capex, szczyt nakładów inwestycyjnych jest już za nami, a w perspektywie najbliższych 5 lat będzie „brakować” projektów, które wypełniłyby lukę po kończących obecnie elektrowniach. Po 4-5 latach ujemnych FCF pojawiają się więc dodatnie przepływy i choć nie wszędzie oznaczają one dywidendy, to powinny poprawiać sentyment do branży.
- W tym roku czekają nas jeszcze kluczowe decyzje w sprawie projektu atomowego (ewentualne rozwodnienie udziału PGE, przesunięcie czasowe, udział innych spółek)

oraz projektu Ostrołęka C (liczymy na jego zamrożenie lub przeformatowanie, gdyż w tym kształcie zabiera około 0,5 mld PLN wartości w Enei i Enerdze).

- 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 w przypadku PGE i Enei. Zamykamy już pozytywną rekomendację dla CEZ.
- **Kluczowe rekomendacje:** Energa (kupuj), PGE (akumuluj), Enea (akumuluj).

Telekomunikacja, media, IT

- Na rynku telekomunikacyjnym 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. Jeszcze w grudniu Orange Polska poinformowało o negocjacjach usługi BSA na sieci FTTH dla T-Mobile. Konsolidacja sektora i współpracy graczy należy naszym zdaniem interpretować pozytywnie.
- W kontekście przejęcia Netii przez Cyfrowy Polsat oraz współpracy T-Mobile i Orange Polska, Play może w ciągu roku zostać jedynym, z wielkiej czwórki MNO, graczem bez nogi stacjonarnej w obszarze B2C miasta. Pojawia się pytanie o przejęcie Play przez UPC. Uważamy, że szybkie taka transakcja jest mało prawdopodobna. UPC świadczy już usługi mobilne, a usługa stacjonarnego Internetu jest uważana za „trzon” oferty. Podkreślamy też, że UPC Austria zostało sprzedane do Deutsche Telekom, co szef grupy DT skomentował jako krok w stronę w pełni konwergentnego operatora. Stąd T-Mobile może być zainteresowane UPC Polska. Sama sprzedaż UPC Austria mogła być podyktowana słabo rozwiniętą częścią mobilną (brak Vodafone w Austrii), co przypomina nam sytuację na rynku polskim.
- Na rynku telko widać wprowadzenie agresywnej kampanii akwizycyjnej klientów przez T-Mobile. Grupa pozyskała netto 22,7 tys. numerów w 4Q'17 (na podstawie raportów UKE). To duża zmiana vs. poprzednie okresy (jeszcze -74,2 tys. w 3Q'16 i -79,4 tys. w 4Q'16). Cyfrowy Polsat także stał się bardziej agresywny.
- Zgodnie z naszymi założeniami, Orange Polska wycofało się z agresywnej walki o klienta (-58,1 tys. numerów netto w 4Q'17). Telekom zmienił podejście do akwizycji klienta – chce wiązać klientów ofertą konwergentną fixed + mobile *Orange Love* w miejsce kosztowych subsydiów.
- Dynamika wydatków na reklamę w Polsce po słabym 2017 r. nie będzie wysoka także w 2018 r. Agencja Zenith spodziewa się w przyszłym roku wzrostu rynku o 1,9%, a Starcom – o +2,5%.
- Według szacunków Zenith w 2018 r. pierwszy raz od 4 lat zmniejszą nakłady na reklamę TV (- 0,2% R/R), w kolejnych latach ten spadek będzie się pogłębiał. Niższe wydatki na reklamę TV to efekt spadku czasu oglądania telewizji. Z kolei wydatki reklamowe w Internecie w br. urosną o +12,1% R/R, w radiu spadać o 1,2% R/R. Branża outdoorowa coraz bardziej odczuwa skutki porządkowania przestrzeni publicznej w wielu miastach powodującej m.in. zmniejszenia liczby dużych nośników. Reklama kinowa zyska +3,8%, a reklama w dziennikach straci 16,9%.
- 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 jednoczesne 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).

- Z drugiej strony po pierwszej fali kontraktów publicznych w 4Q'17, w styczniu nie zaobserwowaliśmy dalszego napływu kontraktacji. Co więcej, z powodu rekonstrukcji rządu oraz zbliżających się wyborów samorządowych sądzymy, że część decyzji o przetargach może być przeciągnięta w czasie.
- Wśród spółek IT o mniejszej kapitalizacji naszymi faworytami są ASEE, Atende i Wasko. Neutralne nastawienie mamy do Ailleronu i Asseco BS.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (kupuj), Asseco Poland (redukuj), Agora (kupuj), Wirtualna Polska (akumuluj), Atende (przeważaj), Wasko (przeważaj), Asseco SEE (przeważaj).

Przemysł

- Spółki przemysłowe w 2018 roku korzystać będą na rosnącym wykorzystaniu mocy produkcyjnych w przemyśle (EU 83,6% - najwyższe od 2006 roku) przy wysokich wskaźnikach wyprzedzających (EU 60,6 pkt - najwyższe odłód prowadzone są statystyki). Szansę na odbicie rentowności spostrzegamy za sprawą podwyżek cen produktów (pierwsze symptomy w 3Q'17).
- Największym wyzwaniem dla spółek w 2018 roku będzie umocnienie PLN do EUR. Naszym zdaniem nadal rosnąć będą ceny surowców i wynagrodzenia, ale te dwa ostatnie czynniki mniej dynamicznie niż miało to miejsce w 2017 roku. Przy wzroście kosztów zatrudnienia firmy w coraz większym stopniu powinny decydować się na inwestycje w automatyzację produkcji.
- Indeks cenowy polskich spółek przemysłowych wyhamował spadki w końcówce roku, głównie za sprawą ogłaszanych wezwań wśród średnich i większych notowanych firm (m.in. WDX, Robyg, Emperia, Sare, Synthos, Tarczyński, Netia, Gekoplast). Widzimy większe prawdopodobieństwo pojawienia się kolejnych wezwań wśród małych przecenionych spółek o mniejszej płynności. Naszym zdaniem bieżąca wycena obserwowanych średnich i większych spółek przemysłowych nie jest obecnie bardzo atrakcyjna (mediana na wskaźnikach P/E'18 11,8x oraz EV/EBITDA'18 7,6x).
- Ze średnich spółek wśród naszych top picków obecnie wymienilibyśmy Amica, Famur oraz Pfeiderer Group. Z mniejszych natomiast Cognor oraz Pozbud.
- Obecnie analizowane przez nas spółki przemysłowe są notowane z wyraźnymi dyskontami do indeksów MSCI Industrials dla Europy (odpowiednio 17,7x oraz 10,2x) oraz dla Świata (odpowiednio 18,0x oraz 11,5x). Mimo tego uważamy, że ciążący nad polskim sektorem wzrost kosztów produkcji i umocnienie PLN do EUR nie będzie zachęcało zagranicznych inwestorów do inwestycji.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Famur (kupuj), Pfeiderer Group (przeważaj), Pozbud (przeważaj), Stelmet (kupuj).

Surowce

- W 2018 roku pozytywnie na sentyment do miedziowych producentów wpływają informacje o możliwych przestojach produkcyjnych. Według nich w bieżącym roku na świecie około 30-38 układów pracowniczych w kopalniach miedzi może być przedmiotem renegotiacji. Kopalnie w których odbędą 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.
- Rosnąca liczba rejestracji samochodów elektrycznych pozytywnie przekłada się na notowania miedzi. Samochody o tym napędzie wykorzystują 4-krotnie więcej surowca niż spalinowe, co powoduje, że w perspektywie 2030 roku popyt na miedź ze strony branży samochodowej wzrośnie o 2,5-3 mln ton (łącznie bieżąca światowa produkcja, to 23-24 mln ton).
- Według ICSG w okresie I-X'17 deficyt miedzi na świecie wyniósł 175 tys. ton. Po przestojach jakie miały miejsce na początku 2017 roku w największych kopalniach miedzi Escondida i Grasberg można oczekiwać, że tegoroczne negocjacje będą równie wymagające. Rynek oczekuje, że w obliczu czasowych przerw w wydobyciu miedzi deficyt miedzi na świecie może się zwiększyć w 2018 roku.
- W obliczu planowych zamknięć nieefektywnych kopalni Chin ograniczyły produkcję węgla kamiennego o około 440 mln ton w okresie 2016 i 2017 roku (dla porównania wykorzystanie węgla koksowego na poczet hut wyniesie około 450 mln ton). W efekcie użycie węgla koksowego importowanego do Chin w I-XI'17 według naszych szacunków zaspokajało 15,2% potrzebnych dostaw wobec 13,4% w analogicznym okresie 2016 roku. Zwiększenie zależności Chin od importu węgla koksowego spowodowało, że ceny zaczęły być bardzo wrażliwe na wszelkiego rodzaju utrudnienia w jego transporcie.
- Wysoka produkcja stali na świecie (duża ilość globalnie prowadzonych projektów infrastrukturalnych) oraz zwiększające się obciążenie mocy produkcyjnych pozytywnie przekłada się na ceny stali. Obecnie marże na produkcji podstawowych wyrobów dla producentów wielkopiecowych (BOF) są na najwyższym od trzech lat poziomie (brak ryzyka presji na koszty wsadów – koks i rudy).
- Wprowadzane od 2016 roku cła na import wyrobów stalowych do UE (39 ceł importowych) pozytywnie przełożyły się na rentowność europejskiego sektora stalowego. W efekcie zminimalizowano ryzyko zamykania hut stali na Starym Kontynencie. Obecnie JSW zaspokaja około 18-22% europejskiego zapotrzebowania na węgiel koksujący.
- Głównym wyzwaniem dla spółek wydobywczych w 2018 roku będzie presja po stronie wynagrodzeń (przywrócenie przywilejów pracowniczych w JSW, oczekiwany 6% wzrost wynagrodzeń w KGHM, trudne negocjacje płacowe w Sierra Gorda w 2H'18 przy odnowieniu porozumienia ze związkami). Z drugiej strony polskim spółkom górniczym nie sprzyja umacniająca się PLN do USD (metale notowane w USD).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** KGHM (akumuluj), JSW (kupuj).

Budownictwo

- Sektor budowlany pozycjonujemy neutralnie na 2018 r. Otoczenie rynkowe pozostanie niekorzystnie z rosnącymi kosztami pracy jako największym czynnikiem ryzyka. Z drugiej strony, po spadku kursów w 2H'17, wycena rynkowa części spółek spadła do atrakcyjnego poziomu.
- Szacujemy, że do końca 2017 r. nastąpiło otwarcie ofert na ok. 60% inwestycji drogowych ujętych w PBDK do 2023 r. oraz na ok. 40% inwestycji kolejowych ujętych w KPK do 2023 r. W 2018 r. spodziewamy się znaczącego spowolnienia w przetargach GDDKiA oraz utrzymania wysokiej aktywności PKP PLK.
- Budimex pozostaje jednym z naszych faworytów w ramach sektora. Spółka posiada rekordowy backlog, wysokie rezerwy z lat ubiegłych oraz oferuje wysoki DYield (8,3%). Przy obecnych niskich oczekiwaniach na 2018-19 widzimy potencjał do wzrostu kursu.
- Spółki budownictwa kolejowego (Torpol, Trakcja, ZUE) pozycjonujemy neutralnie. Kursy znajdują się w okolicy historycznych minimów. Oczekiwania rynku odnośnie wyników '18 są niskie, a w II/III powinna istotnie wzrosnąć liczba otwarć ofert od PKP PLK, co zachęca do spekulacyjnego kupna. Szacujemy, że jedynie ok. 6% pozyskanych kontraktów kolejowych zakończy się w '18, 45% w '19 oraz ok. 50% w '20, stąd rzeczywista rentowność portfeli zamówień pozostanie w bieżącym roku zagadką. Uważamy, że relatywnie najbezpieczniejszy jest backlog Torpolu, niemniej ta część rynku budowlanego niesie ze sobą wysokie ryzyko.
- W spółkach budownictwa kubaturowego preferujemy Erbud względem Unibepu, który w naszej ocenie zbudował bardziej ryzykowny portfel zamówień na 2018 r.
- Spośród preferowanych przez nas spółek najwyższy potencjał wzrostu widzimy w Elektrobudowie, gdzie w naszej ocenie rynek zbyt dużą wagę przykłada do niskiego portfela zamówień, nie doceniając długoterminowego potencjału spółki oraz silnego bilansu i związanego z nim potencjału dywidendowego.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Budimex (kupuj), Erbud (kupuj), Elektrobudowa (kupuj).

Deweloperzy

- Kolejny rok z rzędu zalecamy przeważanie spółek nieruchomościowych. Uważamy, że akcje deweloperów mieszkaniowych będą w '18 wciąż korzystały na (1) silnym konsumencie oraz (2) niskich stopach procentowych. Większość spółek ma dobrze przygotowany bank ziemi, który pozwoli na utrzymanie wysokiej sprzedaży. Wzrost cen mieszkań zrównoważy wzrost kosztów budowy i gruntów. W konsekwencji, wysoki zysk netto sektora powinien utrzymać się przynajmniej do '20.
- Spodziewamy się utrzymania wysokiego popytu na powierzchnię komercyjną w Polsce oraz stabilizacji stóp kapitalizacji na niskim poziomie. Aktywność deweloperska na rynku komercyjnym utrzyma się w spółkach giełdowych (ECH, GTC, LCC, ARH, CPG, BBD) na zbliżonym lub wyższym poziomie niż w 2017 r. Jednocześnie kurs EUR/PLN znajduje się 6% niżej r/r. Umocnienie EUR w '18 byłoby źródłem dodatkowych zysków z rewaluacji i najmu powierzchni.
- Sprzedaż mieszkań w 4Q'17 wzrosła w największych miastach o 5% r/r przy jednoczesnym spadku oferty o 14% r/r. Coraz wyraźniejsza nierównowaga popyt-podaż doprowadzi w '18 do wzrostu cen, który w naszej ocenie może przekroczyć 10% na rynkach z największym deficytem mieszkań. Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym wrosły w 4Q zaledwie o 2,3% r/r, lecz wzrost cen ofertowych przekroczył 6% r/r, w tym Trójmiasto: +14,7% oraz Warszawa: +8,4%.

- Preferowane przez nas spółki: 1AT, ARH, DOM, ECH, LCC, LKD przekroczyły w '17 nasze prognozy sprzedaży mieszkań średnio o 9%. Są one notowane na medianie P/B=1,2x, P/E'18=7,2x oraz P/E'19=6,3x, oferując DYield'18-19 ok. 9,5%.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dom Development (kupuj), Echo Investment (kupuj), LC Corp (kupuj), Capital Park (kupuj), Atal (akumuluj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj), i2 Development (przeważaj).

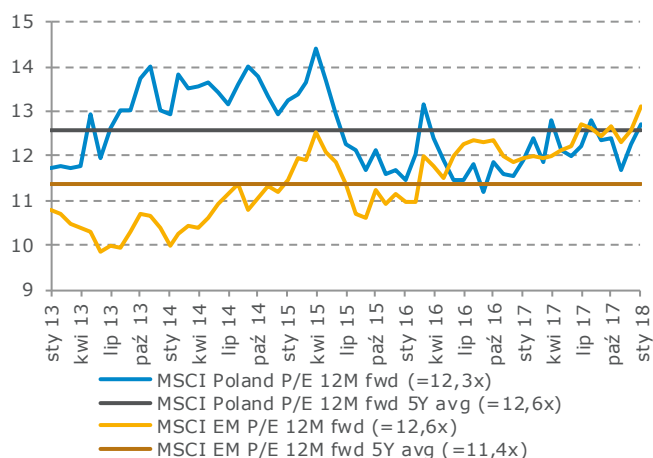
Handel

- 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 wyniosłby 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 4Q'17 (średnio 15% r/r) powinna pozytywnie wpłynąć na koszty zakupu kolekcji wiosna-lato'17 w spółkach odzieżowych i obuwniczych. Największymi beneficjentami powinny być: LPP oraz Monnari (około 85% COGS rozliczane w USD), CCC (około 45% COGS) oraz Vistula i Bytom (około 30% COGS) oraz TXM (około 20% COGS). Pozytywny wpływ na rentowność sprzedaży powinien być widoczny w okresie III-VIII'18. 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 2H'18 (korzystne koszty zakupu kolekcji jesień-zima).
- 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).
- Naszym zdaniem najbardziej atrakcyjne w segmencie handlowym pod względem wyceny jest Dino, które utrzymuje bardzo dynamiczne tempo wzrostu sieci sprzedażowej (ponad 20% r/r), co wraz ze wzrostem skali oraz efektem dźwigni operacyjnej powinno przełożyć się na jeszcze wyższe tempo poprawy EBITDA r/r.
- Prowadzone działania mające na celu odbudowę sprzedaży oraz optymalizację kosztową w Eurocash powinny mieć pozytywny wpływ wyniki spółki w 2H'18.
- Z mniejszych spółek uważamy, że potencjał do wzrostu mają Monnari (beneficjent osłabienia się USDPLN r/r) oraz Bytom (powrót do skutecznej strategii cenowej oraz korzyści związane z FX) oraz TXM (oczekujemy odbudowy efektywności sprzedaży przy utrzymaniu relatywnie stabilnych kosztów SG&A).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dino (kupuj), Eurocash (kupuj), TXM (kupuj) Bytom (przeważaj), Monnari (przeważaj).

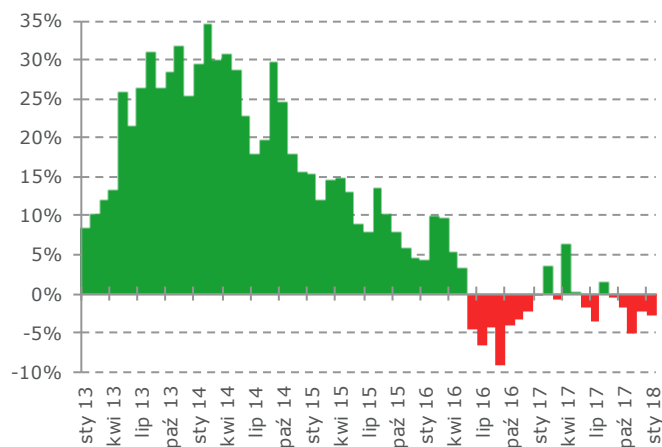
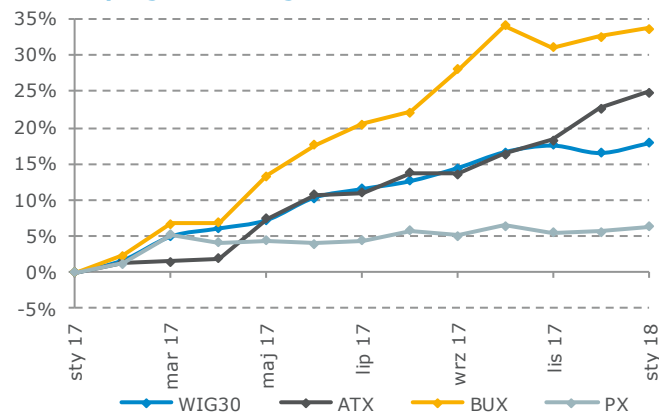
Zmiana prognozowanego zysku netto na 2018 rok dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG30

sty 17=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
lut 17	+3%	+1%	+1%	+0%	+7%	+8%	+1%	+0%	-3%	+0%	+3%	-0%	-6%	+0%	+15%	+0%
mar 17	+3%	+2%	+2%	+2%	+9%	+8%	-0%	+0%	-3%	+0%	+2%	-5%	-6%	+0%	+9%	+5%
kwi 17	+11%	+2%	+15%	+2%	+20%	+8%	+0%	+0%	-3%	+0%	-5%	-6%	+2%	+0%	+18%	+5%
maj 17	+12%	+2%	+15%	+2%	+18%	+8%	+2%	+0%	-5%	+0%	-4%	-6%	-2%	+0%	+28%	+5%
cze 17	+12%	+8%	+16%	+2%	+21%	+8%	+6%	+40%	-4%	+1%	-4%	-3%	-3%	+2%	+17%	+5%
lip 17	+13%	+8%	+17%	+2%	+25%	+8%	+7%	+43%	-4%	+1%	-5%	-4%	-7%	+2%	+13%	+5%
sie 17	+15%	+9%	+18%	+3%	+25%	+13%	+10%	+45%	-3%	-4%	-1%	-2%	-7%	+4%	+19%	-6%
wrz 17	+17%	+9%	+19%	+3%	+29%	+18%	+13%	+36%	-2%	-6%	-3%	-2%	-7%	+18%	+26%	-5%
paź 17	+18%	+8%	+19%	+3%	+33%	+18%	+17%	+36%	-0%	-6%	-10%	-2%	+4%	+18%	+27%	-5%
lis 17	+18%	+3%	+19%	+1%	+32%	+14%	+18%	+32%	+3%	-14%	-11%	-2%	+2%	+5%	+35%	-30%
gru 17	+17%	+4%	+20%	+1%	+29%	+14%	+17%	+32%	+2%	-2%	-10%	+5%	-4%	+0%	+30%	-21%
sty 18	+18%	+13%	+21%	+0%	+28%	+16%	+17%	+25%	+3%	-10%	-8%	+8%	-5%	-6%	+31%	+97%

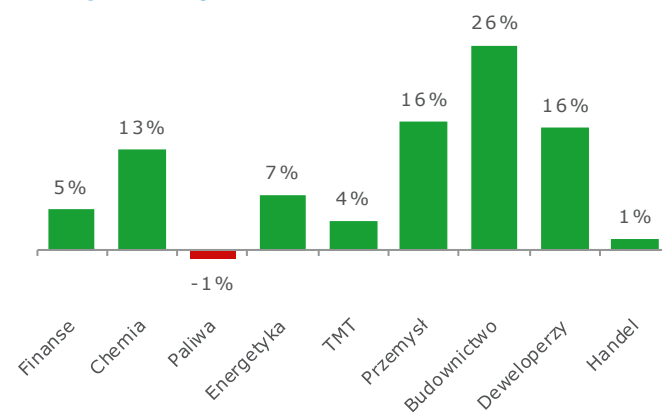
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku; dane dla prognoz mDM nie uwzględniają spółek: mBank, PKP Cargo; zmiana między miesiącami dotyczy okresu pomiędzy kolejnymi publikacjami niniejszego dokumentu wraz z danymi opublikowanymi w bieżącym wydaniu; od stycznia '18 „Surowce mDM” uwzględniają JSW stąd duża zmiana

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


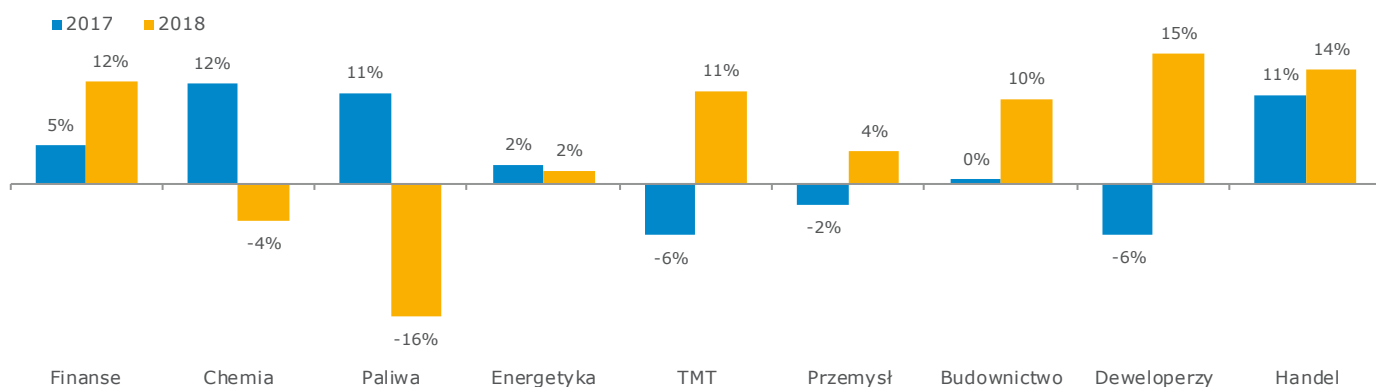
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku


Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Potencjał zmiany cen dla sektorów


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

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


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

Odchylenie prognoz Domu Maklerskiego mBanku od konsensusu

Spółka	Rekomendacja mDM	TP mDM ¹	Rekomendacje ²			TP kons. ³	Różnica TP mDM / kons.	Zysk netto mDM / kons.			EBITDA mDM / kons.			Liczba prognoz ⁴
			▲	►	▼			2017	2018	2019	2017	2018	2019	
Finanse														
Alior Bank	kupuj	109,00	14	1	1	94,13	+15,8%	-6%	+15%	+12%				16
BZ WBK	trzymaj	430,00	3	12	1	413,59	+4,0%	-3%	+1%	+7%				16
Getin Noble Bank	sprzedaj	1,50	1	2	6	1,31	+14,4%	-	-	-37%				9
Handlowy	akumuluj	94,00	4	5	1	82,68	+13,7%	+3%	-0%	+4%				12
ING BSK	trzymaj	212,00	3	6	3	208,59	+1,6%	-2%	-4%	-6%				12
Millennium	sprzedaj	7,00	3	5	4	8,66	-19,2%	-3%	-8%	-14%				12
Pekao	kupuj	157,00	12	11	1	146,15	+7,4%	+12%	-5%	-3%				15
PKO BP	sprzedaj	38,00	3	12	7	40,72	-6,7%	+2%	-5%	-0%				20
Komercni Banka	kupuj	1 111,0	9	8	2	1 021,5	+8,8%	+6%	+11%	+26%				12
Erste Bank	trzymaj	40,00	13	13	2	40,93	-2,3%	-4%	+4%	+4%				15
OTP Bank	akumuluj	12 090	10	5	3	11 001	+9,9%	+0%	+1%	+3%				14
PZU	akumuluj	50,58	7	4	1	48,09	+5,2%	-6%	+5%	+3%				8
GetBack	kupuj	33,38	3	1	0	29,99	+11,3%	+5%	+7%	-7%				3
Kruk	kupuj	300,94	4	2	2	295,00	+2,0%	-8%	-7%	-5%				7
Prime Car Management	kupuj	35,30	0	1	0	33,00	+7,0%	-6%	+3%	-6%				3
Chemia														
Ciech	kupuj	90,13	4	5	2	66,84	+34,8%	-0%	+22%	+22%	+3%	+15%	+19%	9
Grupa Azoty	trzymaj	73,42	5	2	5	66,89	+9,8%	+3%	-17%	-19%	+1%	-6%	-4%	6
Polwax	kupuj	18,80	1	0	0	20,56	-8,6%	-10%	-3%	+2%	-8%	-2%	+8%	2
Synthos	trzymaj	4,77	2	3	4	5,15	-7,4%	-14%	-28%	-32%	-7%	-15%	-10%	4
Paliwa														
Lotos	redukuj	52,67	5	5	2	66,28	-20,5%	+21%	-25%	-35%	+12%	-13%	-10%	11
MOL	trzymaj	3 152,0	7	5	0	3 518,8	-10,3%	+1%	-32%	-35%	-0%	-14%	-12%	9
PGNiG	kupuj	7,65	5	4	2	7,16	+6,8%	-12%	+16%	+18%	-9%	+10%	+11%	8
PKN Orlen	sprzedaj	82,84	3	4	11	105,98	-21,8%	+2%	-40%	-44%	+8%	-24%	-21%	13
Energetyka														
CEZ	trzymaj	532,50	8	8	5	527,56	+0,9%	+4%	+15%	+24%	+2%	+7%	+7%	12
Enea	akumuluj	12,98	2	6	2	12,40	+4,7%	+6%	-9%	-21%	+5%	+1%	-4%	6
Energa	kupuj	15,20	4	5	2	13,47	+12,9%	+13%	+6%	+6%	+3%	+1%	+1%	9
PGE	akumuluj	13,30	7	4	4	13,09	+1,6%	-9%	+6%	-11%	+2%	+4%	-3%	10
Tauron	trzymaj	3,38	2	6	5	3,14	+7,7%	+16%	+9%	-11%	+2%	+1%	-1%	9
TMT														
Netia	redukuj	4,60	1	5	2	4,91	-6,4%	+14%	+12%	-8%	+1%	-1%	+0%	7
Orange Polska	kupuj	7,30	5	10	4	6,29	+16,0%	-	+202%	+148%	+4%	+3%	+5%	15
Play	trzymaj	34,70	9	3	2	40,35	-14,0%	-14%	+1%	-9%	-10%	-0%	-1%	12
Agora	kupuj	18,90	4	2	0	16,65	+13,5%	-	+45%	+73%	-76%	+3%	+2%	6
Cyfrowy Polsat	trzymaj	25,70	10	7	0	27,80	-7,6%	-3%	+0%	+6%	-1%	+5%	+6%	12
Wirtualna Polska	akumuluj	56,10	6	1	0	56,30	-0,4%	-14%	+12%	+16%	-4%	+2%	+4%	6
Asseco Poland	redukuj	44,00	2	7	1	51,36	-14,3%	+69%	-9%	-10%	-4%	+5%	-4%	6
Asseco BS	równoważ	-	2	3	0	32,10	-	-1%	+1%	+1%	-0%	-1%	+0%	3
Asseco SEE	przeważaj	-	4	0	0	15,60	-	-0%	+2%	+1%	+1%	-1%	+1%	4
Wasko	przeważaj	-	2	0	0	-	-	-0%	-0%	-4%	-0%	+0%	-3%	1
CD Projekt	sprzedaj	90,00	5	1	2	117,93	-23,7%	-3%	-36%	-1%	-6%	-44%	-15%	5
Comarch	trzymaj	180,00	3	4	0	197,50	-8,9%	-24%	-26%	-17%	-17%	-15%	-9%	5
Przemysł														
Alumetal	równoważ	-	2	2	0	57,10	-	+1%	-4%	-18%	+0%	-3%	-16%	5
Amica	przeważaj	-	2	1	1	137,50	-	-4%	+20%	+9%	-3%	+6%	+5%	4
Apator	równoważ	-	1	3	0	30,90	-	-0%	+10%	+9%	-0%	+5%	+4%	4
Elemental	równoważ	-	1	1	0	2,71	-	+11%	+22%	+68%	+3%	+6%	+20%	2
Famur	kupuj	7,29	3	1	1	7,62	-4,3%	-26%	-1%	-9%	-5%	-3%	-11%	3
Forte	równoważ	-	4	3	0	72,84	-	-19%	-12%	-30%	-10%	-4%	-14%	6
Kemel	trzymaj	53,47	7	2	0	66,49	-19,6%	-9%	-17%	+17%	-4%	-9%	+6%	8
Grupa Kęty	trzymaj	391,41	3	5	2	414,05	-5,5%	+2%	+1%	-2%	-1%	+1%	-1%	7
Pfleiderer Group	przeważaj	-	6	1	1	48,75	-	-50%	+0%	+3%	-12%	+0%	-1%	6
JSW	kupuj	122,30	3	4	5	97,44	+25,5%	-7%	+37%	+25%	-6%	+25%	+23%	9
KGHM	akumuluj	128,62	5	9	5	116,81	+10,1%	+28%	+15%	-9%	-19%	+2%	-12%	10
Budownictwo														
Budimex	kupuj	246,00	3	2	4	188,23	+30,7%	-3%	+2%	+11%	+1%	+2%	+14%	7
Elektrobudowa	kupuj	113,00	2	2	1	104,50	+8,1%	-6%	-0%	-15%	-5%	-1%	-11%	5
Erbud	kupuj	29,80	3	2	0	29,68	+0,4%	+13%	+21%	+24%	+11%	+17%	+20%	5
Unibep	kupuj	10,80	3	2	0	11,87	-9,0%	-16%	-8%	-4%	-19%	-5%	+5%	4
Torpol	równoważ	-	2	1	1	7,00	-	-	-24%	-6%	-3%	-11%	+0%	5
Trakcja	równoważ	-	3	4	1	7,34	-	+14%	-35%	-14%	+10%	-17%	+7%	7
Deweloperzy														
Atal	akumuluj	49,20	2	2	0	43,00	+14,4%	-0%	+4%	-5%	-1%	+3%	-2%	3
Capital Park	kupuj	8,42	1	1	0	7,80	+7,9%	-	-19%	+12%	-	-10%	+40%	2
Dom Development	kupuj	103,00	6	1	1	80,98	+27,2%	+3%	+6%	+6%	+3%	+8%	+5%	5
Echo	kupuj	6,31	4	1	0	5,82	+8,5%	+15%	+29%	+12%	+14%	+81%	+89%	6
GTC	trzymaj	9,70	9	2	1	10,56	-8,1%	+60%	+4%	+7%	+24%	-7%	-3%	5
Robyg	trzymaj	4,03	4	1	1	3,62	+11,4%	-16%	-10%	-6%	-13%	+0%	-3%	5
LC Corp	kupuj	3,74	3	1	0	3,55	+5,4%	-13%	-3%	+4%	-32%	-3%	+5%	3
Polnord	równoważ	-	1	2	0	10,75	-	-3%	+3%	-19%	+110%	-6%	-23%	5
Ronson	niedoważaj	-	1	1	3	1,48	-	-14%	-5%	+29%	-9%	-2%	+43%	4
Handel														
AmRest	trzymaj	407,00	7	4	0	452,28	-10,0%	-10%	-22%	-24%	-2%	-3%	-2%	6
CCC	trzymaj	295,00	10	4	3	283,10	+4,2%	-7%	+3%	+18%	-4%	+3%	+11%	13
Dino	kupuj	95,40	8	4	1	83,56	+14,2%	+0%	+6%	+9%	-0%	+4%	+6%	13
Eurocash	kupuj	32,30	12	8	2	35,01	-7,7%	-99%	-29%	-26%	-21%	-10%	-10%	17
Jeronimo Martins	trzymaj	16,90	7	15	7	16,62	+1,7%	-2%	+6%	+4%	+1%	+4%	+3%	19
LPP	trzymaj	9 400,0	1	7	11	7 397,9	+27,1%	-1%	+21%	+25%	+3%	+9%	+11%	14
Bytom	przeważaj	-	2	2	0	2,80	-	+1%	+8%	+9%	+3%	+11%	+11%	4
Gino Rossi	równoważ	-	1	1	1	1,90	-	-88%	-62%	-48%	-23%	-19%	-8%	4
Monnari	przeważaj	-	5	0	0	11,95	-	+1%	+11%	+13%	+1%	+7%	+9%	4
Vistula	równoważ	-	4	0	0	5,05	-	+1%	+11%	+13%	+2%	+10%	+8%	6

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						+5,2%	14,4	12,1		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	86,75	+25,6%	21,7	11,8		
BZ WBK	trzymaj	2018-02-01	420,00	430,00	421,80	+1,9%	18,9	16,6		
Getin Noble Bank	sprzedaj	2018-02-01	1,83	1,50	1,78	-15,7%	-	-		
Handlowy	akumuluj	2018-02-01	84,70	94,00	85,50	+9,9%	20,4	17,7		
ING BSK	trzymaj	2018-02-01	220,00	212,00	220,00	-3,6%	20,4	18,2		
Millennium	sprzedaj	2018-02-01	9,59	7,00	9,61	-27,2%	17,3	16,2		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	133,55	+17,6%	15,0	16,0		
PKO BP	sprzedaj	2018-02-01	45,66	38,00	45,04	-15,6%	17,9	17,0		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	941,50	+18,0%	12,4	12,1		
Erste Bank	trzymaj	2018-02-02	40,64	40,00 EUR	40,64	-1,6%	14,4	12,4		
OTP Bank	akumuluj	2018-02-02	11 560	12 090 HUF	11 560	+4,6%	11,9	11,7		
PZU	akumuluj	2018-02-02	44,17	50,58	44,17	+14,5%	14,2	11,4		
GetBack	kupuj	2017-11-30	23,00	33,38	18,08	+84,6%	6,2	4,9		
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	222,20	+35,4%	13,8	11,8		
Prime Car Management	kupuj	2018-02-02	28,80	35,30	28,80	+22,6%	9,0	7,9		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-02-02	30,60	56,30	30,60	+84,0%	8,8	7,3		
Chemia						+12,8%	11,1	12,7	6,1	6,8
Ciech	kupuj	2018-02-02	61,25	90,13	61,25	+47,2%	8,4	8,3	5,4	5,2
Grupa Azoty	trzymaj	2018-02-02	72,00	73,42	72,00	+2,0%	13,8	17,0	6,8	7,2
Polwax	kupuj	2018-02-02	11,05	18,80	11,05	+70,1%	6,6	5,8	5,0	6,4
Synthos	trzymaj	2018-02-02	4,89	4,77	4,89	-2,5%	15,6	19,0	10,0	11,3
Paliwa						-1,0%	7,2	12,4	4,5	5,7
Lotos	redukuj	2018-02-02	57,78	52,67	57,78	-8,8%	6,0	13,4	4,4	6,4
MOL	trzymaj	2018-02-02	3 080	3 152 HUF	3 080	+2,3%	7,5	11,4	4,5	5,0
PGNiG	kupuj	2018-02-02	6,58	7,65	6,58	+16,3%	13,1	9,1	5,9	4,5
PKN Orlen	sprzedaj	2018-02-02	107,90	82,84	107,90	-23,2%	6,9	16,3	4,5	8,2
Energetyka						+7,0%	6,1	6,2	4,4	4,4
CEZ	trzymaj	2018-02-02	530,00	532,50 CZK	530,00	+0,5%	14,9	17,6	7,9	7,6
Enea	akumuluj	2018-02-02	11,07	12,98	11,07	+17,3%	4,5	5,2	4,4	4,1
Energa	kupuj	2018-02-02	12,21	15,20	12,21	+24,5%	6,1	6,2	4,4	4,3
PGE	akumuluj	2018-02-02	11,87	13,30	11,87	+12,0%	7,6	7,3	4,1	4,4
Tauron	trzymaj	2018-02-02	3,08	3,38	3,08	+9,7%	3,7	4,5	4,2	4,8
Telekomunikacja, media, IT						+3,8%	24,1	22,0	10,1	6,6
Netia	redukuj	2018-02-02	5,30	4,60	5,30	-13,2%	-	-	5,4	6,1
Orange Polska	kupuj	2017-12-12	5,39	7,30	5,92	+23,3%	-	25,9	5,0	4,8
Play	trzymaj	2018-01-25	33,20	34,70	33,42	+3,8%	18,8	9,2	8,0	6,4
Agora	kupuj	2018-01-26	13,15	18,90	14,55	+29,9%	-	27,6	22,0	5,0
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-01-31	24,70	25,70	23,98	+7,2%	14,4	12,3	7,7	6,7
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-02-02	51,80	56,10	51,80	+8,3%	37,5	20,4	13,4	10,6
Asseco Poland	redukuj	2018-02-02	45,62	44,00	45,62	-3,6%	6,4	15,2		
CD Projekt	sprzedaj	2018-02-02	115,00	90,00	115,00	-21,7%	56,0	84,4	44,9	66,3
Comarch	trzymaj	2018-02-02	177,00	180,00	177,00	+1,7%	29,4	23,6	12,3	9,5
Przemysł, surowce						+16,3%	10,9	12,7	8,1	7,7
Famur	kupuj	2018-02-02	6,20	7,29	6,20	+17,6%	47,1	18,6	13,2	7,7
Grupa Kęty	trzymaj	2018-02-02	385,00	391,41	385,00	+1,7%	14,5	14,0	9,7	9,1
JSW	kupuj	2018-01-30	101,00	122,30	99,40	+23,0%	5,4	5,2	2,8	2,4
Kemel	trzymaj	2018-02-02	50,90	53,47	50,90	+5,0%	7,1	12,0	5,6	7,7
KGHM	akumuluj	2018-02-02	111,50	128,62	111,50	+15,4%	7,3	6,4	6,5	4,2
Stelmet	kupuj	2018-02-02	19,20	28,37	19,20	+47,8%	29,0	13,5	12,9	8,5
Budownictwo						+26,1%	11,0	9,7	4,8	5,6
Budimex	kupuj	2018-02-02	197,80	246,00	197,80	+24,4%	11,2	12,7	5,4	6,7
Elektrobudowa	kupuj	2018-02-02	81,20	113,00	81,20	+39,2%	8,9	9,5	4,1	4,6
Erbud	kupuj	2017-12-15	20,60	29,80	21,90	+36,1%	10,7	9,6	4,0	4,5
Unibep	kupuj	2018-02-02	8,60	10,80	8,60	+25,6%	11,4	9,7	8,8	6,8
Deweloperzy						+15,6%	9,9	8,5	9,7	8,3
Atal	akumuluj	2018-02-02	42,40	49,20	42,40	+16,0%	9,2	8,5	8,0	7,6
Capital Park	kupuj	2018-02-02	5,95	8,42	5,95	+41,5%	-	11,7	-	18,0
Dom Development	kupuj	2018-02-02	82,00	103,00	82,00	+25,6%	10,7	8,5	8,9	6,9
Echo	kupuj	2018-02-02	5,05	6,31	5,05	+25,0%	6,8	6,9	12,4	8,3
GTC	trzymaj	2018-02-02	9,67	9,70	9,67	+0,3%	7,5	11,9	9,5	15,6
LC Corp	kupuj	2018-02-02	3,10	3,74	3,10	+20,6%	12,8	7,6	17,6	9,2
Robyg	trzymaj	2018-02-02	3,86	4,03	3,86	+4,4%	12,5	8,1	9,9	6,7
Handel						+1,5%	39,8	26,2	18,4	13,7
AmRest	trzymaj	2018-02-02	425,00	407,00	425,00	-4,2%	50,8	40,4	17,0	13,7
CCC	trzymaj	2018-02-02	281,00	295,00	281,00	+5,0%	37,9	24,9	22,5	16,1
Dino	kupuj	2018-02-02	85,00	95,40	85,00	+12,2%	39,8	28,1	23,4	17,4
Eurocash	kupuj	2018-02-02	26,04	32,30	26,04	+24,0%	-	26,2	15,4	9,4
Jeronimo Martins	trzymaj	2018-02-02	17,12	16,90 EUR	17,12	-1,3%	26,2	21,7	11,5	9,8
LPP	trzymaj	2018-02-02	9 790	9 400	9 790	-4,0%	41,9	26,7	19,8	15,3
TXM	kupuj	2018-02-02	2,36	5,41	2,36	+129,2%	-	13,2	-	6,8
Inne						+4,1%	11,9	10,7	7,8	7,1
PBKM	trzymaj	2018-02-02	73,00	76,00	73,00	+4,1%	11,9	10,7	7,8	7,1

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						19,5	15,3	8,1	7,0
Ailleron	równoważ	2018-01-30	17,60	17,50	-0,6%	24,3	20,7	12,6	9,9
Asseco BS	równoważ	2018-01-30	28,90	28,00	-3,1%	19,5	16,6	13,1	11,2
Asseco SEE	przeważaj	2018-01-30	13,25	13,05	-1,5%	12,6	12,2	5,8	5,4
Atende	przeważaj	2018-01-30	4,85	4,84	-0,2%	15,2	12,5	8,1	7,0
Wasko	przeważaj	2018-01-30	2,24	2,16	-3,6%	34,8	15,3	7,7	5,5
Spółki przemysłowe						13,5	11,5	7,9	6,4
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	56,50	+20,2%	13,6	12,1	10,2	9,0
Amica	przeważaj	2018-01-05	130,00	126,80	-2,5%	6,9	6,7	6,4	5,5
Apator	równoważ	2017-07-31	31,29	26,40	-15,6%	14,7	11,7	8,7	7,5
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	9,62	-2,3%	10,8	12,2	8,3	7,8
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	2,20	-13,7%	10,1	6,8	7,4	5,6
Ergis	równoważ	2018-01-29	4,77	4,44	-6,9%	8,5	8,3	5,9	5,6
Forte	równoważ	2018-02-02	43,00	43,00	+0,0%	15,3	11,3	12,1	9,4
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	73,80	+16,2%	28,4	23,6	14,7	12,7
Mangata	równoważ	2016-10-26	112,55	90,40	-19,7%	13,3	11,8	7,6	6,9
Pfleiderer Group	przeważaj	2017-11-08	36,65	38,55	+5,2%	43,7	18,3	7,5	5,9
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,82	+28,2%	14,8	6,9	10,1	5,7
Tarczyński	równoważ	2018-01-29	13,05	12,70	-2,7%	8,5	9,2	5,2	5,5
Budownictwo						20,3	12,4	8,3	5,5
Elektrotim	przeważaj	2017-11-16	7,61	8,70	+14,3%	22,0	9,9	7,8	5,0
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,54	-3,5%	52,8	11,8	8,8	5,8
Torpol	równoważ	2018-02-02	7,98	7,98	+0,0%	-	12,5	18,9	5,1
Trakcja	równoważ	2018-02-02	7,24	7,24	+0,0%	13,1	18,0	5,3	6,9
Ulma	równoważ	2017-11-27	73,90	60,50	-18,1%	18,7	12,4	3,7	3,5
ZUE	równoważ	2018-02-02	6,18	6,18	+0,0%	-	17,2	78,2	7,9
Deweloperzy						13,8	7,8	15,6	8,7
Archicom	przeważaj	2018-01-25	15,75	15,50	-1,6%	7,2	7,2	6,7	7,1
BBI Development	równoważ	2018-02-02	0,70	0,70	+0,0%	-	16,6	253,2	13,6
i2 Development	przeważaj	2018-01-12	14,90	15,35	+3,0%	13,8	4,2	19,5	5,2
JWC	równoważ	2018-01-25	4,41	4,60	+4,3%	15,9	8,3	11,0	7,3
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-01-25	18,00	18,00	+0,0%	7,6	6,1	7,0	5,4
PA Nova	równoważ	2017-11-27	24,00	22,00	-8,3%	6,9	6,6	11,8	10,0
Polnord	równoważ	2018-02-02	10,50	10,50	+0,0%	45,3	17,3	36,3	35,9
Ronson	niedoważaj	2018-02-02	1,45	1,45	+0,0%	23,2	13,4	21,5	15,1
Handel						17,8	14,2	11,3	8,4
Bytom	przeważaj	2017-11-28	2,50	2,92	+16,8%	17,8	13,3	11,2	8,2
Gino Rossi	równoważ	2017-11-28	1,29	1,22	-5,4%	-	32,4	11,4	8,6
Monnari	przeważaj	2017-11-28	8,21	9,44	+15,0%	16,2	11,9	8,6	6,5
Vistula	równoważ	2018-02-02	5,16	5,16	+0,0%	20,5	15,2	12,5	9,8

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
Agora	kupuj	kupuj	18,90	PLN	2018-01-26
Ailleron	równoważ	równoważ	-	-	2018-01-30
Alior Bank	kupuj	akumuluj	109,00	PLN	2018-02-01
Amica	przeważaj	równoważ	-	-	2018-01-05
AmRest	trzymaj	kupuj	422,00	PLN	2018-01-05
Archicom	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-01-25
Asseco BS	równoważ	równoważ	-	-	2018-01-30
Asseco SEE	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-01-30
Atende	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-01-30
BZ WBK	trzymaj	trzymaj	430,00	PLN	2018-02-01
CCC	trzymaj	kupuj	292,00	PLN	2018-01-05
Cyfrowy Polsat	trzymaj	trzymaj	25,70	PLN	2018-01-31
Dino	kupuj	-	95,40	PLN	2018-01-18
Enea	akumuluj	trzymaj	12,82	PLN	2018-01-05
Energa	kupuj	kupuj	14,97	PLN	2018-01-05
Ergis	równoważ	przeważaj	-	-	2018-01-29
Famur	kupuj	kupuj	7,24	PLN	2018-01-05
Forte	równoważ	niedoważaj	-	-	2018-01-29
Getin Noble Bank	sprzedaj	sprzedaj	1,50	PLN	2018-02-01
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	73,64	PLN	2018-01-05
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	390,72	PLN	2018-01-05
GTC	trzymaj	trzymaj	10,00	PLN	2018-01-05
Handlowy	akumuluj	trzymaj	94,00	PLN	2018-02-01
Herkules	równoważ	równoważ	-	-	2018-01-25
i2 Development	przeważaj	-	-	-	2018-01-12
ING BSK	trzymaj	sprzedaj	212,00	PLN	2018-02-01
JSW	kupuj	zawieszona	122,30	PLN	2018-01-30
JWC	równoważ	równoważ	-	-	2018-01-25
KGHM	trzymaj	trzymaj	114,71	PLN	2018-01-05
Lokum Deweloper	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-01-25
Lotos	redukuj	sprzedaj	51,53	PLN	2018-01-05
LPP	trzymaj	trzymaj	9900,00	PLN	2018-01-05
Millennium	sprzedaj	sprzedaj	7,00	PLN	2018-02-01
OTP Bank	trzymaj	akumuluj	10901,00	HUF	2018-01-05
PBKM	trzymaj	akumuluj	71,00	PLN	2018-01-05
Pekao	kupuj	akumuluj	157,00	PLN	2018-02-01
PKO BP	sprzedaj	sprzedaj	38,00	PLN	2018-02-01
Play	trzymaj	-	34,70	PLN	2018-01-25
Polwax	kupuj	kupuj	20,56	PLN	2018-01-05
PZU	kupuj	akumuluj	51,83	PLN	2018-01-05
Tarczyński	równoważ	przeważaj	-	-	2018-01-29
Torpol	równoważ	równoważ	-	-	2018-01-25
Trakcja	równoważ	niedoważaj	-	-	2018-01-25
Unibep	akumuluj	kupuj	10,80	PLN	2018-01-05
Vistula	przeważaj	równoważ	-	-	2018-01-19
Wasko	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-01-30
Wirtualna Polska	akumuluj	kupuj	53,00	PLN	2018-01-05
ZUE	równoważ	niedoważaj	-	-	2018-01-25

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AmRest	trzymaj	trzymaj	407,00 PLN	2018-02-02
Asseco Poland	redukuj	trzymaj	44,00 PLN	2018-02-02
Atal	akumuluj	akumuluj	49,20 PLN	2018-02-02
BBI Development	równoważ	równoważ	- -	2018-02-02
Budimex	kupuj	kupuj	246,00 PLN	2018-02-02
Capital Park	kupuj	kupuj	8,42 PLN	2018-02-02
CCC	trzymaj	trzymaj	295,00 PLN	2018-02-02
CD Projekt	sprzedaż	sprzedaż	90,00 PLN	2018-02-02
CEZ	trzymaj	akumuluj	532,50 CZK	2018-02-02
Ciech	kupuj	kupuj	90,13 PLN	2018-02-02
Comarch	trzymaj	kupuj	180,00 PLN	2018-02-02
Dino	kupuj	kupuj	95,40 PLN	2018-02-02
Dom Development	kupuj	kupuj	103,00 PLN	2018-02-02
Echo	kupuj	kupuj	6,31 PLN	2018-02-02
Elektrobudowa	kupuj	kupuj	113,00 PLN	2018-02-02
Enea	akumuluj	akumuluj	12,98 PLN	2018-02-02
Energa	kupuj	kupuj	15,20 PLN	2018-02-02
Erste Bank	trzymaj	trzymaj	40,00 EUR	2018-02-02
Eurocash	kupuj	kupuj	32,30 PLN	2018-02-02
Famur	kupuj	kupuj	7,29 PLN	2018-02-02
Forte	równoważ	równoważ	- -	2018-02-02
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	73,42 PLN	2018-02-02
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	391,41 PLN	2018-02-02
GTC	trzymaj	trzymaj	9,70 PLN	2018-02-02
Jeronimo Martins	trzymaj	trzymaj	16,90 EUR	2018-02-02
Kernel	trzymaj	akumuluj	53,47 PLN	2018-02-02
KGHM	akumuluj	trzymaj	128,62 PLN	2018-02-02
Kruk	kupuj	kupuj	300,94 PLN	2018-02-02
LC Corp	kupuj	kupuj	3,74 PLN	2018-02-02
Lotos	redukuj	redukuj	52,67 PLN	2018-02-02
LPP	trzymaj	trzymaj	9400,00 PLN	2018-02-02
MOL	trzymaj	trzymaj	3152,00 HUF	2018-02-02
Netia	redukuj	trzymaj	4,60 PLN	2018-02-02
OTP Bank	akumuluj	trzymaj	12090,00 HUF	2018-02-02
PBKM	trzymaj	trzymaj	76,00 PLN	2018-02-02
PGE	akumuluj	akumuluj	13,30 PLN	2018-02-02
PGNiG	kupuj	kupuj	7,65 PLN	2018-02-02
PKN Orlen	sprzedaż	sprzedaż	82,84 PLN	2018-02-02
Polnord	równoważ	równoważ	- -	2018-02-02
Polwax	kupuj	kupuj	18,80 PLN	2018-02-02
Prime Car Management	kupuj	kupuj	35,30 PLN	2018-02-02
PZU	akumuluj	kupuj	50,58 PLN	2018-02-02
Robyg	trzymaj	kupuj	4,03 PLN	2018-02-02
Ronson	niedoważaj	niedoważaj	- -	2018-02-02
Skarbiec Holding	kupuj	kupuj	56,30 PLN	2018-02-02
Stelmet	kupuj	kupuj	28,37 PLN	2018-02-02
Synthos	trzymaj	trzymaj	4,77 PLN	2018-02-02
Tauron	trzymaj	trzymaj	3,38 PLN	2018-02-02
Torpol	równoważ	równoważ	- -	2018-02-02
Trakcja	równoważ	równoważ	- -	2018-02-02
TXM	kupuj	kupuj	5,41 PLN	2018-02-02
Unibep	kupuj	akumuluj	10,80 PLN	2018-02-02
Vistula	równoważ	przeważaj	- -	2018-02-02
Wirtualna Polska	akumuluj	akumuluj	56,10 PLN	2018-02-02
ZUE	równoważ	równoważ	- -	2018-02-02

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	5	5,1%	5	9,8%
redukuj	3	3,1%	1	2,0%
niedoważaj	1	1,0%	0	0,0%
trzymaj	20	20,4%	9	17,6%
równoważ	22	22,4%	8	15,7%
akumuluj	8	8,2%	8	15,7%
kupuj	27	27,6%	19	37,3%
przeważaj	12	12,2%	1	2,0%

Kalendarium wydarzeń

Data	Wydarzenie	
2 lut	i2 Development	Spotkania z Zarządem (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
2 lut	Millennium	Publikacja wyników za 2017 rok
2 lut 12:00	Millennium	Spotkanie z Inwestorami (Stanisława Żaryny 2a, Warszawa)
2 lut	Robyg	Zakończenie przyjmowania zapisów w wezwaniu na akcje po 4,00 PLN
6 lut	4Mobility	Spotkania z Zarządem (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
6 lut 12:00	IZOBLOK	Konferencja wynikowa 4Q'17 (Radisson Blu, ul. Grzybowska 24, Warszawa)
7 lut	Moneta Money Bank	Publikacja wyników za 2017 rok
7 lut	RBI	Publikacja wyników za 2017 rok
8 lut	Komercni Banka	Publikacja wyników za 2017 rok
8 lut	mBank	Publikacja wyników za 2017 rok
9 lut 11:00	JSW	Prezentacja strategii (GPW, ul. Książęca 4, Warszawa)
13 lut	BZ WBK	Publikacja wyników za 2017 rok
15 lut	Netia	Publikacja wyników 4Q'17
15 lut	Skarbiec	Publikacja wyników za 2017 rok
18 lut	Citi Handlowy	Publikacja wyników za 4Q'17
19 lut	ASEE	Publikacja wyników 4Q'17
20 lut	MOL	Publikacja wyników 4Q'17
20 lut	Orange Polska	Publikacja wyników 4Q'17
26 lut	Emperia	Publikacja wyników 4Q'17
27 lut	Apator	Publikacja wyników 4Q'17
27 lut	Monnari	Publikacja wyników 4Q'17
27 lut	Pekao	Publikacja wyników za 2017 rok
28 lut	Erste Bank	Publikacja wyników za 2017 rok
28 lut	Eurocash	Publikacja wyników 4Q'17
28 lut	GPW	Publikacja wyników za 2017 rok
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

Finanse

Alior Bank

kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Alior Banku oraz cenę docelową na poziomie 109,00 PLN na akcję. Poziom ceny docelowej wynika z podwyższonych w ostatnim raporcie prognoz o 10%-13% na lata 2018-2019. Nadal uważamy, że poprzednie założenia odnośnie strategii z ustalonym ROE na poziomie 14% w 2020 są ambitne, ale osiągalne. Jednocześnie uważamy, że osiągnięcie ROE na poziomie 16% jest mało realne, chociażby na zakładaną przez nas inną niż Alior Bank ścieżkę podwyżek stóp procentowych. Naszym zdaniem, bardzo ambitna strategia na 2020 rok jest próbą zwrócenia uwagi akcjonariuszy na unikatowy na polskim rynku model biznesowy banku, a co za tym idzie formą obrony przed ewentualnym przejęciem przez Bank Pekao. Uważamy, że finalna decyzja dotycząca połączenia obu banków zostanie podjęta wspólnie przez PZU oraz PFR z czego ten był do tej pory sceptyczny. Obecnie uważamy, że realizacja strategii nawet w niższym wymiarze niż ROE na poziomie 16% jest nadal nie wyceniona przez rynek, co stwarza okazję inwestycyjną. Alior Bank notowany na 2019 P/E 9,8x oraz P/B 1,2x pozostaje jednym z najtańszych polskich banków. Dyskonto powinno się zawęzić ze względu na najwyższe ROE w polskim sektorze bankowym. Ponadto doceniamy starania Zarządu nad poprawą sytuacji kapitałowej banku, która była do tej pory piętą achillesową banku.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 501	1 946	2 845	3 157	3 500
Wynik prowizyjny	332	331	447	466	490
Wynik handlowy	282	342	370	377	385
Pozostałe przychody netto	82	621	115	125	131
Wynik pozaodsetkowy	695	1 295	933	968	1 006
WNDB	2 196	3 241	3 777	4 125	4 505
Koszty operacyjne	1 138	1 619	1 924	1 631	1 688
Zysk operacyjny	1 058	1 622	1 853	2 494	2 818
Saldo rezerw	672	800	931	1 046	1 122
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	386	822	922	1 448	1 696
Podatek	77	73	203	275	322
Zyski mniejszościowych	-1	0	0	0	0
Podatek bankowy	0	131	203	225	243
Zysk netto	310	618	516	948	1 130

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	0	0%
Korekta o PV	788	5%
Etap II (2020-34)	11 605	68%
Etap III (2035-54)	3 704	22%
Wartość rezydualna	938	6%
Wartość godziwa	17 036	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	131,80	
Cena docelowa za 9M (PLN)	140,20	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	6 227	41%
Etap I (2017-19)	1 206	8%
Korekta o PV	94	1%
Etap II (2020-34)	5 798	38%
Etap III (2035-54)	1 749	12%
Wartość godziwa	15 074	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	116,62	
Cena docelowa za 9M (PLN)	124,05	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	17 036
Zyski ekonomiczne	50%	15 074
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		16 055
Podatek bankowy		124,21
Wartość godziwa na akcję		-21,74
Koszt kapitału 9M		102,47
Cena docelowa za 9M (PLN)		109,00

Cena bieżąca

86,75 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

109,00 PLN

+25,6%

	rekommendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	109,00 PLN	2018-02-01

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	+9,1%	+6,2%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	+9,1%	+6,2%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M		26,6 mln PLN
MC (mln PLN)	11 213,1	Średni obrót 6M		18,9 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,7	-3,3%
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	2 845	3 157	3 500
WNDB	2 196	3 241	3 777	4 125	4 505
Koszty	-1 138	-1 619	-1 924	-1 631	-1 688
Saldo rezerw	-672	-800	-931	-1 046	-1 122
Zysk netto	310	618	516	948	1 130
P/E	20,2	14,2	21,7	11,8	9,9
P/BV	1,8	1,8	1,6	1,4	1,2
ROE	9,5%	12,7%	7,9%	12,8%	13,0%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Kredyty netto	30 907	46 278	51 418	55 378	59 710
Pozostałe aktywa	9 096	14 931	15 188	17 225	18 583
Aktywa razem	40 003	61 210	66 606	72 603	78 293
Depozyty	33 664	51 369	56 191	60 464	64 696
Pozostałe zobowiązania	2 825	3 638	3 565	4 139	4 241
Udziały mniejszościowe	1	1	1	1	1
Kapitały własne	3 513	6 202	6 849	8 000	9 355

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NIM	4,5%	4,1%	4,8%	4,9%	5,0%
C/I	51,8%	49,9%	50,9%	39,5%	37,5%
CoR	2,3%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
NPL Ratio	9,3%	9,8%	9,9%	10,2%	10,3%
Tier 1	9,7%	11,3%	11,6%	12,5%	14,3%

BZ WBK trzymaj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj dla BZ WBK oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 430,00 PLN na akcję. Nasza wycena to efekt uwzględnienia w naszych prognozach fuzji BZ WBK oraz DB Polska. Uważamy, że fuzja ta nie jest jeszcze odzwierciedlona w konsensusie, który ma szansę urosnąć o 6,7% w 2019 roku. Niemniej jednak rynek błyskawicznie zdyskontował jej skutki nie pozostawiając miejsca na dalszy wzrost notowań. Uważamy, że przejęcie DB Polska jest pozytywną informacją dla akcjonariuszy. 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. W 2018 roku BZ WBK może zaskoczyć pozytywnie rynek rozpoznaniem bad-will'u wynikającym z okazyjnej ceny zakupu aktywów DB Polska, zaś negatywnie kosztami płynącymi z wprowadzenia w życie ustawy CHF. Ewentualna ustawa spowodowałaby spadek zysku netto o maksymalnie 12%, co wskazuje na relatywnie niską wrażliwość. Finalnie uważamy, że bank będzie w stanie wypłacić jedynie 30% zysku netto w formie dywidendy, co przekłada się na wskaźnik DYield na poziomie 1,6%. Oczekując na pierwsze efekty fuzji z DB Polska w 2019 roku uważamy, że obecna wycena BZ WBK jest już adekwatna.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 770	5 277	5 852	6 943	7 587
Wynik prowizyjny	1 915	2 013	2 268	2 508	2 534
Wynik handlowy	780	323	339	356	374
Pozostałe przychody netto	141	151	154	157	160
Wynik pozaodsetkowy	2 836	2 487	2 761	3 021	3 067
WNDB	7 606	7 764	8 613	9 965	10 655
Koszty operacyjne	3 368	3 372	3 653	3 923	3 902
Zysk operacyjny	4 238	4 391	4 960	6 042	6 752
Saldo rezerw	785	690	746	871	928
Udział w jednostkach zał	55	58	58	58	58
Wynik brutto	3 509	3 759	4 272	5 229	5 883
Podatek	738	817	897	1 098	1 235
Zyski mniejszościowych	-217	-305	-350	-379	-408
Podatek bankowy	-387	-424	-465	-599	-645
Zysk netto	2 167	2 213	2 560	3 152	3 595

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-20)	2 393	5%
Korekta o PV	2 412	5%
Etap II (2021-35)	31 218	64%
Etap III (2036-55)	10 417	21%
Wartość rezydualna	2 118	4%
Wartość godziwa	48 557	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	489,32	
Cena docelowa za 9M (PLN)	520,51	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	20 673	45%
Etap I (2018-20)	5 851	13%
Korekta o PV	290	1%
Etap II (2021-35)	15 282	33%
Etap III (2036-55)	4 339	9%
Wartość godziwa	46 435	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	467,93	
Cena docelowa za 9M (PLN)	497,76	

Cena bieżąca 421,80 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 430,00 PLN **+1,9%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	430,00 PLN	2018-02-01

Podstawowe dane			BZW PW	vs. WIG
Ticker	BZW PW	Zmiana 1M	+6,4%	+3,6%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	+6,4%	+3,6%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	14,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	41 857,1	Średni obrót 6M	16,7 mln PLN	
		P/E 12M fwd	16,6	+10,4%
Free float	30,0%	P/E 5Y avg	15,1	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 309	4 770	5 277	5 852	6 943
WNDB	7 540	7 606	7 764	8 613	9 965
Koszty	-3 579	-3 368	-3 372	-3 653	-3 923
Saldo rezerw	-811	-785	-690	-746	-871
Zysk netto	2 327	2 167	2 213	2 560	3 152
P/E	17,9	19,3	18,9	16,6	13,6
P/BV	2,2	2,1	1,9	1,5	1,5
ROE	13,0%	11,1%	10,6%	10,4%	11,1%
DPS	0,00	21,33	5,40	6,69	12,55
DYield	0,0%	5,1%	1,3%	1,6%	3,0%
Zmiana prognoz		2017	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	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	103 069	107 840	133 795	143 695	152 125
Pozostałe aktywa	47 031	44 835	47 701	50 530	53 562
Aktywa razem	150 100	152 674	181 496	194 225	205 687
Depozyty	112 522	111 481	130 240	140 790	152 227
Pozostałe zobowiązania	16 559	17 850	22 517	22 616	20 345
Udziały mniejszościowe	1 238	1 436	1 416	1 394	1 370
Kapitały własne	19 781	21 907	27 324	29 426	31 745

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
NIM	3,4%	3,6%	3,7%	3,8%	3,9%
C/I	44,3%	43,4%	42,4%	39,4%	36,6%
CoR	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
NPL Ratio	6,6%	5,8%	5,0%	5,0%	5,0%
Tier 1	14,6%	15,3%	16,0%	16,0%	16,2%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	48 557
Zyski ekonomiczne	50%	46 435
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		47 496
		478,62
Podatek bankowy		-74,39
Wartość godziwa na akcję		404,23
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		430,00

Getin Noble Bank sprzedaj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację sprzedaj dla Getin Noble Banku oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 1,50 PLN na akcję. Wyższa cena docelowa odzwierciedla poprawiającą się sytuację kapitałową oraz nadchodzące podwyżki stóp procentowych, które w teorii powinny wspomóc wynik odsetkowy banku. Bank rozczarował nas w 2017 roku pod względem powrotu do rentowności i oczekujemy, że w 2018 roku sytuacja może pozostać napięta. Pomimo presji na koszty finansowania w sektorze oczekujemy poprawy marży w GNB ze względu na dalszą redukcję nisko marżowych aktywów. Nasze oczekiwania na lata 2018-19 znajdują się znacząco poniżej konsensusu. Uważamy, że GNB pozostanie zakładnikiem swojej ekspozycji na kredyty CHF oraz depozytów terminowych, które stanowią aż 77% depozytów ogółem. Finalnie, podwyższenie kapitału przez właściciela na łączną kwotę 240 mln PLN jest nadal zbyt małe, aby GNB choćby spełniał minimalne wskaźniki wypłacalności. Na 2019P P/BV wyceniamy GNB na 0,3x, co przekłada się na 18% potencjału spadku.

Cena bieżąca

1,78 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

1,50 PLN

-15,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	1,50 PLN	2018-02-01

Podstawowe dane			GNB PW	vs. WIG
Ticker	GNB PW	Zmiana 1M	+9,9%	+7,0%
ISIN	PLGETBK00012	Zmiana YTD	+9,9%	+7,0%
Liczba akcji (mln)	901,7	Średni obrót 1M	3,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 605,0	Średni obrót 6M	3,5 mln PLN	
		P/E 12M fwd	27,8	+114,7%
Free float	49,8%	P/E 5Y avg	13,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 196	1 317	1 308	1 335	1 427
WNDB	1 662	1 537	1 532	1 586	1 761
Koszty	-1 193	-859	-884	-875	-861
Saldo rezerw	-430	-660	-1 005	-843	-716
Zysk netto	44	-42	-301	-99	158
P/E	106,8	-	-	-	11,0
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
ROE	0,9%	-	-	-	3,1%
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	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 196	1 317	1 308	1 335	1 427
Wynik prowizyjny	327	126	162	188	215
Wynik handlowy	209	177	218	142	152
Pozostałe przychody netto	-70	-83	-156	-79	-33
Wynik pozaodsetkowy	466	221	224	251	334
WNDB	1 662	1 537	1 532	1 586	1 761
Koszty operacyjne	1 193	859	884	875	861
Zysk operacyjny	469	678	648	710	900
Saldo rezerw	430	660	1 005	843	716
Udział w jednostkach zał	34	-3	12	13	13
Wynik brutto	73	16	-345	-120	197
Podatek	19	16	-45	-23	37
Zyski mniejszościowych	-10	-4	-1	-1	-1
Podatek bankowy	0	38	0	0	0
Zysk netto	44	-42	-301	-99	158

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Kredyty netto	49 225	46 666	43 827	41 726	40 733
Pozostałe aktywa	21 531	19 851	19 732	21 008	22 410
Aktywa razem	70 756	66 517	63 559	62 734	63 143
Depozyty	55 726	53 041	50 621	51 287	50 734
Pozostałe zobowiązania	9 866	8 362	8 043	6 461	7 265
Udziały mniejszościowe	0	7	0	0	0
Kapitały własne	5 164	5 108	4 894	4 986	5 144

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NIM	1,8%	2,0%	2,1%	2,2%	2,4%
C/I	71,8%	55,9%	57,7%	55,2%	48,9%
CoR	0,8%	1,3%	2,1%	1,9%	1,6%
NPL Ratio	13,2%	14,7%	13,6%	12,8%	12,6%
Tier 1	11,1%	12,3%	10,7%	11,4%	12,1%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	-175	-5%
Korekta o PV	182	6%
Etap II (2020-34)	1 434	44%
Etap III (2035-54)	1 107	34%
Wartość rezidualna	696	21%
Wartość godziwa	3 242	100%
Liczba akcji (mln)	888	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	3,65	
Cena docelowa za 9M (PLN)	3,88	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	5 056	183%
Etap I (2017-19)	-1 312	-48%
Korekta o PV	17	1%
Etap II (2020-34)	-922	-33%
Etap III (2035-54)	-83	-3%
Wartość godziwa	2 757	100%
Liczba akcji (mln)	888	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	3,10	
Cena docelowa za 9M (PLN)	3,30	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	3 242
Zyski ekonomiczne	50%	2 757
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		3 000
Podatek bankowy		-1,97
Wartość godziwa na akcję		1,50
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		1,50

Handlowy akumuluj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj dla Banku Handlowego i cenę docelową na poziomie 94,00 PLN na akcję. Oczekujemy, że w kolejnych dwóch latach wynik netto Banku Handlowego znacząco przyspieszy do +15% w 2018 roku oraz do +21,6% w 2019. Szacujemy, że Bank Handlowy jest najbardziej wrażliwym bankiem na podwyżki stóp procentowych, co będzie jego niewątpliwym atutem w 2019 roku kiedy oczekujemy wzrostu stóp na rynku o +75 p.b. Oczekujemy, że podwyżka stóp w 2019 roku spowoduje wzrost marży odsetkowej aż o 26 p.b., zaś wyniku odsetkowego o 17% R/R. Nasza prognoza na wynik odsetkowy znajduje się 13% powyżej średnich oczekiwań rynkowych na 2019 rok. Drugim atutem Banku Handlowego pozostaje wypłata dywidendy, która powinna pozostać na poziomie 100% przynajmniej przez kolejne 2 lata. Finalnie, Bank Handlowy powinien być beneficjentem rosnącego popytu na kredyty korporacyjne, które są jego głównym produktem i stanowią około 62% wszystkich kredytów. Na wskaźniku 2019 P/E Bank Handlowy notowany jest z dyskontem do PKO BP, pomimo bezpieczniejszego bilansu, wyższej dywidendy oraz rentowności.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	977	1 004	1 072	1 184	1 384
Wynik prowizyjny	631	561	588	606	630
Wynik handlowy	449	497	396	425	429
Pozostałe przychody netto	48	48	61	64	67
Wynik pozaodsetkowy	1 128	1 107	1 045	1 094	1 126
WNDB	2 104	2 111	2 117	2 278	2 509
Koszty operacyjne	1 331	1 231	1 232	1 266	1 302
Zysk operacyjny	774	879	885	1 012	1 208
Saldo rezerw	-17	46	82	86	94
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	791	834	804	926	1 114
Podatek	164	163	174	201	242
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	0	69	81	93	103
Zysk netto	626	602	549	632	769

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	1 196	9%
Korekta o PV	606	5%
Etap II (2020-34)	8 552	64%
Etap III (2035-54)	2 399	18%
Wartość rezydualna	521	4%
Wartość godziwa	13 275	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	101,60	
Cena docelowa za 9M (PLN)	108,08	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 106	67%
Etap I (2017-19)	104	1%
Korekta o PV	76	1%
Etap II (2020-34)	2 745	23%
Etap III (2035-54)	1 151	9%
Wartość godziwa	12 181	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	93,23	
Cena docelowa za 9M (PLN)	99,17	

Cena bieżąca 85,50 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 94,00 PLN **+9,9%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	94,00 PLN	2018-02-01

Podstawowe dane		BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	+4,4% +1,5%
ISIN	PLBH000000012	Zmiana YTD	+4,4% +1,5%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	2,7 mln PLN
MC (mln PLN)	11 171,4	Średni obrót 6M	3,4 mln PLN
		P/E 12M fwd	17,2 +8,4%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,9 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	977	1 004	1 072	1 184	1 384
WNDB	2 052	2 082	2 117	2 278	2 509
Koszty	-1 278	-1 202	-1 232	-1 266	-1 302
Saldo rezerw	17	-46	-82	-86	-94
Zysk netto	626	602	549	632	769
P/E	17,8	18,6	20,4	17,7	14,5
P/BV	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
ROE	8,8%	8,8%	8,1%	9,2%	10,9%
DPS	7,43	4,68	4,60	4,20	4,84
DYield	8,7%	5,5%	5,4%	4,9%	5,7%
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	16 942	17 170	18 367	20 444	22 727
Pozostałe aktywa	32 565	28 040	27 465	27 983	28 616
Aktywa razem	49 507	45 210	45 832	48 426	51 343
Depozyty	28 205	29 240	29 855	30 646	31 458
Pozostałe zobowiązania	14 451	9 179	9 169	10 809	12 684
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	6 851	6 790	6 807	6 971	7 201

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NIM	2,1%	2,2%	2,5%	2,6%	2,9%
C/I	63,2%	58,3%	58,2%	55,6%	51,9%
CoR	-0,1%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%
NPL Ratio	3,6%	3,6%	3,0%	3,1%	3,1%
Tier 1	17,1%	17,4%	17,2%	17,0%	16,7%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	13 275
Zyski ekonomiczne	50%	12 181
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		12 728
Podatek bankowy		97,41
Wartość godziwa na akcję		-9,05
Koszt kapitału 9M		88,37
Cena docelowa za 9M (PLN)		94,00

ING BSK trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj dla akcji ING BSK i pozostawiamy bez zmian 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 212,00 PLN na akcję. Uważamy, że ING BSK ze względu na swój bezpieczny profil, dynamiczny wzrost aktywów oraz bardzo wysoką rentowność zasługuje na premię do reszty sektora. Jednocześnie uważamy, że konsensus prognoz na kolejne dwa lata został ustawiony dość ambitnie dla banku i nie zostanie dostarczony. Ponadto pomimo znaczących możliwości dywidendowych wskaźnik Dividend Yield ING BSK będzie kreował się poniżej średniej dla rynku. Oczekujemy, że w 2018 roku wskaźnik DYield wyniesie 1,5%, zaś w 2019 1,7%. Oczekujemy, że Zarząd będzie preferował przeznaczenie znaczącej części zysków zatrzymanych na dalszy dynamiczny rozwój organiczny oraz na ewentualne przejęcia. Jednocześnie widzimy szansę, że w przypadku braku dalszego wzrostu nadwyżka kapitałowa zostanie wypłacona akcjonariuszom.

Cena bieżąca

220,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

212,00 PLN

-3,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	212,00 PLN	2018-02-01

Podstawowe dane			ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	+7,0%	+4,1%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	+7,0%	+4,1%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M		3,5 mln PLN
MC (mln PLN)	28 622,0	Średni obrót 6M		6,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	17,5	+10,6%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	2 467	2 953	3 453	3 783	4 217
WNDB	3 778	4 325	4 756	5 157	5 650
Koszty	-2 156	-2 099	-2 123	-2 202	-2 309
Saldo rezerw	-232	-301	-421	-484	-543
Zysk netto	1 127	1 253	1 403	1 572	1 783
P/E	25,4	22,8	20,4	18,2	16,1
P/BV	2,7	2,7	2,4	2,2	1,9
ROE	10,7%	11,8%	12,6%	12,6%	12,7%
DPS	4,00	4,30	0,00	3,24	3,63
DYield	1,8%	2,0%	0,0%	1,5%	1,6%
Zmiana prognoz			2017	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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	2 953	3 453	3 783	4 217	4 593
Wynik prowizyjny	1 065	1 183	1 248	1 301	1 327
Wynik handlowy	287	117	123	129	136
Pozostałe przychody netto	19	3	3	3	3
Wynik pozaodsetkowy	1 371	1 303	1 374	1 433	1 466
WNDB	4 325	4 756	5 157	5 650	6 059
Koszty operacyjne	2 099	2 123	2 202	2 309	2 406
Zysk operacyjny	2 225	2 633	2 955	3 341	3 653
Saldo rezerw	301	421	484	543	598
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	1 925	2 212	2 471	2 798	3 055
Podatek	391	479	519	588	641
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	280	330	380	427	473
Zysk netto	1 253	1 403	1 572	1 783	1 940

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Kredyty netto	81 980	91 088	103 943	116 086	125 808
Pozostałe aktywa	35 498	34 926	34 172	35 062	35 933
Aktywa razem	117 478	126 014	138 115	151 148	161 741
Depozyty	95 825	104 503	116 903	128 528	137 936
Pozostałe zobowiązania	11 175	9 716	7 976	7 732	7 126
Udziały mniejszościowe	2	0	0	0	0
Kapitały własne	10 475	11 795	13 236	14 888	16 680

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
NIM	2,7%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%
C/I	48,5%	44,6%	42,7%	40,9%	39,7%
CoR	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
NPL Ratio	2,6%	2,8%	2,6%	2,6%	2,6%
Tier 1	13,7%	14,6%	14,8%	15,1%	15,8%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-20)	1 496	5%
Korekta o PV	1 811	6%
Etap II (2021-35)	18 859	59%
Etap III (2036-55)	7 936	25%
Wartość rezidualna	2 093	6%
Wartość godziwa	32 194	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	247,46	
Cena docelowa za 9M (PLN)	263,23	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	11 951	39%
Etap I (2018-20)	2 844	9%
Korekta o PV	191	1%
Etap II (2021-35)	11 357	37%
Etap III (2036-55)	4 205	14%
Wartość godziwa	30 547	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	234,80	
Cena docelowa za 9M (PLN)	249,77	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	32 194
Zyski ekonomiczne	50%	30 547
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		31 371
Podatek bankowy		241,13
Wartość godziwa na akcję		-41,83
Koszt kapitału 9M		199,29
Cena docelowa za 9M (PLN)		212,00

Millennium sprzedaj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą negatywną rekomendację sprzedaj oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 7,00 PLN na akcję. Nasze negatywne nastawienie do Banku Millennium wynika z otoczenia regulacyjnego, które powoduje, że bank musi utrzymywać bardzo wysokie bufora kapitałowe. Presja regulacyjna negatywnie wpływa na rentowność banku oraz możliwości dywidendowe. Uważamy, że zmniejszenie presji nastąpi w wyniku zmniejszenia ekspozycji na kredyty CHF, co może stać się w drodze naturalnej amortyzacji lub przyspieszonej przez np. ustawę CHF. Niemniej jednak w drugim przypadku oznacza to znaczącą presję na ROE. W przypadku wejścia w życie ustawy CHF złożonej przez Prezydenta RP w skrajnym wypadku fundusz wsparcia kredytobiorców pochłonie około 40% zysku netto banku. Obecnie rynek na 12m forward P/E wycenia Bank Millennium na wskaźniku ostatnio notowanym w 2014 roku. Niemniej jednak bank charakteryzuje się niższym prognozowanym ROE (-2 p.p.), a zarazem niższym kapitałem nadwyżkowym dostępnym dla akcjonariuszy (-67%) oraz dywidendą (50% zysku wypłacone w 2014 roku). Finalnie Bank Millennium jest jednym z najmniej wrażliwych banków na ruchy stóp procentowych. Ze względu na niższy zwrot z kapitałów niż nasz koszt kapitału (8,5%) w 2019 roku wyceniamy Bank Millennium z lekkim dyskontem do wartości księgowej.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 365	1 506	1 693	1 797	1 935
Wynik prowizyjny	596	581	662	686	709
Wynik handlowy	220	491	212	216	220
Pozostałe przychody netto	58	51	73	76	78
Wynik pozaodsetkowy	874	1 122	947	978	1 007
WNDB	2 239	2 628	2 640	2 774	2 943
Koszty operacyjne	1 309	1 268	1 270	1 320	1 365
Zysk operacyjny	930	1 360	1 369	1 454	1 578
Saldo rezerw	241	231	263	278	298
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	688	1 127	1 106	1 176	1 280
Podatek	141	252	243	259	282
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	0	174	188	196	204
Zysk netto	547	701	674	722	794

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	195	2%
Korekta o PV	605	5%
Etap II (2020-34)	8 372	76%
Etap III (2035-54)	1 402	13%
Wartość rezydualna	472	4%
Wartość godziwa	11 045	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	9,10	
Cena docelowa za 9M (PLN)	9,69	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	7 165	74%
Etap I (2017-19)	669	7%
Korekta o PV	60	1%
Etap II (2020-34)	1 607	17%
Etap III (2035-54)	189	2%
Wartość godziwa	9 689	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	7,99	
Cena docelowa za 9M (PLN)	8,50	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	11 045
Zyski ekonomiczne	50%	9 689
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		10 367
Podatek bankowy		8,55
Wartość godziwa na akcję		-1,96
Koszt kapitału 9M		6,58
Cena docelowa za 9M (PLN)		7,00

Cena bieżąca	9,61 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	7,00 PLN	-27,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	7,00 PLN	2018-02-01

Podstawowe dane	MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M +7,5% +4,6%
ISIN	PLBIG00000016	Zmiana YTD +7,5% +4,6%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M 10,5 mln PLN
MC (mln PLN)	11 658,1	Średni obrót 6M 8,7 mln PLN
		P/E 12M fwd 14,8 +10,6%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg 13,3 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 365	1 506	1 693	1 797	1 935
WNDB	2 239	2 628	2 640	2 774	2 943
Koszty	-1 309	-1 112	-1 270	-1 320	-1 365
Saldo rezerw	-241	-231	-263	-278	-298
Zysk netto	547	701	674	722	794
P/E	21,3	16,6	17,3	16,2	14,7
P/BV	1,8	1,7	1,5	1,3	1,2
ROE	9,0%	10,5%	9,2%	8,8%	8,7%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%
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%	

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Kredyty netto	46 369	47 020	48 299	50 411	53 225
Pozostałe aktywa	19 866	21 773	23 169	23 944	24 828
Aktywa razem	66 235	68 793	71 468	74 355	78 053
Depozyty	52 810	55 876	57 390	58 946	60 546
Pozostałe zobowiązania	6 982	5 976	6 289	6 709	7 997
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	6 443	6 941	7 790	8 700	9 509

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NIM	2,2%	2,3%	2,5%	2,5%	2,6%
C/I	58,5%	48,3%	48,1%	47,6%	46,4%
CoR	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%
NPL Ratio	4,6%	4,5%	4,5%	4,4%	4,5%
Tier 1	16,4%	17,3%	20,0%	19,3%	20,1%

Pekao kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Banku Pekao oraz 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 157,00 PLN na akcję. Bank Pekao jako jeden z nielicznych banków w Polsce będzie w stanie podtrzymać dotychczasowy strumień dywidend przynajmniej przez kolejne 2 lata. Dodatkowo brak znaczącej ekspozycji Banku Pekao na kredyty w CHF powinien pozwolić uniknąć nadmiernej presji regulacyjnej. Oczekujemy także, że Bank Pekao będzie jednym z głównych beneficjentów wyższego popytu na kredyty korporacyjne w 2018 roku. Spowoduje to, że pierwszy raz od 2014 roku tempo wzrostu kredytów ogółem przekroczy +10%. Oczekujemy, że dywidenda na akcję wyniesie odpowiednio 5,3 PLN i 6,0 PLN w latach 2018-19. Prognozowana przez nas dywidenda przekłada się na wskaźnik DYield na poziomie 5% i 6% w kolejnych latach, który jest znacznie wyższy od średniej dla polskich banków na poziomie 2%-3%. Uważamy, że dodatkowym katalizatorem dla wzrostu kursu akcji może być wejście na ścieżkę realizacji ROE na poziomie 14% założonym w strategii banku na 2020 rok. Obecny konsensus wskazuje na 2020P ROE równe 13%, co pozostawia potencjał do wzrostu prognoz i wyceny w przyszłości.

Cena bieżąca

133,55 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

157,00 PLN

+17,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	157,00 PLN	2018-02-01

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	+3,1%	+0,2%
ISIN	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	+3,1%	+0,2%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	90,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	35 052,9	Średni obrót 6M	83,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	15,0	-7,2%
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	4 577	4 975	5 642
WNDB	6 994	7 302	7 466	7 568	8 397
Koszty	-3 758	-3 494	-3 537	-3 613	-3 703
Saldo rezerw	-518	-501	-476	-627	-708
Zysk netto	2 292	2 279	2 333	2 184	2 653
P/E	15,3	15,4	15,0	16,0	13,2
P/BV	1,5	1,5	1,6	1,5	1,4
ROE	9,7%	9,8%	10,3%	9,5%	11,1%
DPS	10,00	8,70	8,68	7,40	8,32
DYield	7,5%	6,5%	6,5%	5,5%	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%

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 167	4 382	4 577	4 975	5 642
Wynik prowizyjny	2 006	1 959	2 313	2 420	2 571
Wynik handlowy	677	939	503	95	100
Pozostałe przychody netto	145	21	73	78	84
Wynik pozaodsetkowy	2 827	2 920	2 889	2 593	2 755
WNDB	6 994	7 302	7 466	7 568	8 397
Koszty operacyjne	3 758	3 494	3 537	3 613	3 703
Zysk operacyjny	3 235	3 808	3 929	3 955	4 694
Saldo rezerw	518	501	476	627	708
Udział w jednostkach zał	113	39	39	77	78
Wynik brutto	2 831	3 346	3 491	3 405	4 064
Podatek	538	617	635	647	772
Zyski mniejszościowych	-1	0	-1	-1	-1
Podatek bankowy	0	450	522	573	638
Zysk netto	2 292	2 279	2 333	2 184	2 653

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Kredyty netto	122 059	122 664	131 088	145 422	160 942
Pozostałe aktywa	46 726	51 551	44 764	46 840	48 960
Aktywa razem	168 786	174 215	175 852	192 262	209 902
Depozyty	128 868	137 816	141 391	152 611	168 508
Pozostałe zobowiązania	16 494	13 487	11 956	16 305	17 009
Udziały mniejszościowe	16	15	14	13	12
Kapitały własne	23 408	22 897	22 492	23 333	24 374

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NIM	2,6%	2,7%	2,7%	2,8%	2,9%
C/I	54,3%	48,4%	48,0%	48,3%	44,7%
CoR	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
NPL Ratio	6,3%	6,0%	5,9%	5,8%	5,7%
Tier 1	17,7%	17,6%	17,1%	17,3%	16,5%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	3 646	8%
Korekta o PV	2 221	5%
Etap II (2020-34)	30 841	65%
Etap III (2035-54)	9 452	20%
Wartość rezydualna	1 402	3%
Wartość godziwa	47 563	100%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	181,31	
Cena docelowa za 9M (PLN)	192,87	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	23 907	50%
Etap I (2017-19)	1 986	4%
Korekta o PV	278	1%
Etap II (2020-34)	14 514	31%
Etap III (2035-54)	3 897	8%
Wartość godziwa	44 581	94%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	169,85	
Cena docelowa za 9M (PLN)	180,68	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	47 563
Zyski ekonomiczne	50%	44 581
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		175,58
Podatek bankowy		-27,99
Wartość godziwa na akcję		147,59
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		157,00

PKO BP sprzedaj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację sprzedaj dla banku PKO BP oraz cenę docelową na poziomie 38,00 PLN na akcję. Przez ostatni rok wskaźnik 12M forward P/E wzrósł dla PKO BP z 13,4x do 16,4x. Tak wysoka wycena PKO BP miała miejsce ostatni raz w 2015 roku. Uważamy, że rynek wycenia PKO BP ze znaczącą premią do średniej ze względu na nadchodzące podwyżki stóp procentowych, a także przestał wyceniać jakiegokolwiek ustawodawcze rozwiązanie problemu kredytów frankowych. Niemniej jednak uważamy, że PKO BP nie zasługuje na tak znaczący re-rating ze względu na a) niższą rentowność, b) niższą dywidendę oraz c) niższe kapitały nadwyżkowe dostępne dla akcjonariuszy niż w 2015 roku. Dodatkowo uważamy, że w 2018 roku PKO BP może nie zrealizować konsensusu ze względu na późniejsze niż oczekiwał tego rynek podwyżki stóp procentowych (dopiero w 2019 roku). Finalnie, PKO BP posiada największą ekspozycję nominalną na kredyty CHF. Wprowadzenie ustawy CHF zaproponowanej przez Prezydenta RP spowoduje spadek zysku netto nawet o około 10% w 2018 roku co nie jest ujęte ani w konsensusie, ani w wycenie rynkowej. Podsumowując uważamy, PKO BP będzie jednym z głównych beneficjentów podwyżek stóp na rynku, ale to już z nawiązką zostało odzwierciedlone w wycenie rynkowej. Z drugiej strony, wszelkie negatywne niespodzianki mogą doprowadzić do znacznej przeceny walorów.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	7 029	7 755	8 613	9 216	10 367
Wynik prowizyjny	2 851	2 693	2 991	3 092	3 190
Wynik handlowy	508	1 024	479	487	497
Pozostałe przychody netto	513	649	663	560	571
Wynik pozaodsetkowy	3 872	4 366	4 133	4 139	4 258
WNDB	10 900	12 121	12 746	13 355	14 626
Koszty operacyjne	6 272	5 920	5 983	6 209	6 458
Zysk operacyjny	4 629	6 200	6 763	7 147	8 168
Saldo rezerw	1 476	1 623	1 574	1 718	1 843
Udział w jednostkach zal.	38	35	29	31	32
Wynik brutto	3 191	4 612	5 218	5 460	6 358
Podatek	-590	-907	-1 122	-1 147	-1 335
Zyski mniejszościowych	8	-2	-5	-5	-6
Podatek bankowy	0	829	937	995	1 044
Zysk netto	2 610	2 874	3 154	3 313	3 973

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	1 712	3%
Korekta o PV	1 670	3%
Etap II (2020-34)	43 790	76%
Etap III (2035-54)	9 077	16%
Wartość rezydualna	1 204	2%
Wartość godziwa	57 453	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	45,96	
Cena docelowa za 9M (PLN)	48,89	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	33 642	60%
Etap I (2017-19)	3 285	6%
Korekta o PV	350	1%
Etap II (2020-34)	15 276	27%
Etap III (2035-54)	3 579	6%
Wartość godziwa	56 133	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	44,91	
Cena docelowa za 9M (PLN)	47,77	

Cena bieżąca 45,04 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 38,00 PLN **-15,6%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	38,00 PLN	2018-02-01

Podstawowe dane		PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+1,6% -1,2%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	+1,6% -1,2%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	103,1 mln PLN
MC (mln PLN)	56 300,0	Średni obrót 6M	73,9 mln PLN
		P/E 12M fwd	15,8 +20,2%
Free float	68,6%	P/E 5Y avg	13,2 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	7 029	7 755	8 613	9 216	10 367
WNDB	10 962	12 121	12 746	13 355	14 626
Koszty	-6 333	-5 590	-5 983	-6 209	-6 458
Saldo rezerw	-1 476	-1 623	-1 574	-1 718	-1 843
Zysk netto	2 610	2 874	3 154	3 313	3 973
P/E	21,6	19,6	17,9	17,0	14,2
P/BV	1,9	1,7	1,5	1,4	1,3
ROE	9,0%	9,1%	9,1%	8,7%	9,5%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,63	0,66
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	1,4%	1,5%
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%	

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Kredyty netto	190 414	200 607	210 020	224 436	238 317
Pozostałe aktywa	76 526	84 966	87 953	91 885	96 037
Aktywa razem	266 940	285 573	297 973	316 321	334 354
Depozyty	195 759	205 066	211 635	230 755	248 891
Pozostałe zobowiązania	40 917	47 938	49 790	45 793	41 801
Udziały mniejszościowe	-18	-16	-20	-22	-24
Kapitały własne	30 283	32 585	36 568	39 795	43 686

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NIM	2,9%	3,0%	3,1%	3,1%	3,3%
C/I	57,5%	48,8%	46,9%	46,5%	44,2%
CoR	0,8%	0,8%	0,7%	0,8%	0,8%
NPL Ratio	6,6%	5,9%	5,8%	5,5%	5,5%
Tier 1	13,3%	14,5%	15,5%	16,3%	17,3%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	57 453
Zyski ekonomiczne	50%	56 133
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		45,43
Podatek bankowy		-9,71
Wartość godziwa na akcję		35,72
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		38,00

Komercni Banka kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiam bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Komercni Banka oraz cenę docelową. 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 2018 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. Wobec polskiego sektora bankowego KB reprezentuje wyższy poziom ROE (13% wobec 8%), DYield (ponad 4% wobec 3%) oraz brak ryzyka systemowego. Pomimo sprzyjającego środowiska operacyjnego Komercni Banka nie doświadczyło re-ratingu tak jak to miało miejsce w polskim sektorze bankowym. Uważamy, że Komercni Banka nie powinno być notowane z dyskontem do takich banków jak PKO BP czy BZ WBK. Uważamy, że obecna wycena stwarza okazję inwestycyjną.

Cena bieżąca

941,50 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

1 111,00 CZK

+18,0%

	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	+2,9% +0,0%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+2,9% +0,0%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	146,7 mln CZK
MC (mld CZK)	177,8	Średni obrót 6M	101,0 mln CZK
		P/E 12M fwd	13,6 -1,8%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	13,9 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	13,9	13,0	12,4	12,1	10,3
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	6,6%	6,6%	4,2%	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%	

RZiS

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

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

Model zysków ekonomicznych

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

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

Podsumowanie wyceny

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

Erste Bank trzymaj (podtrzymana)

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

Pozostawiamy bez zmian rekomendację trzymaj ale podnosimy naszą cenę docelową dla Erste Banku do 40,00 EUR na akcję. Nasza prognoza na 2017 i 2018 rok jest zgodna z obecnymi oczekiwaniami Zarządu, który wskazał poziom ROTE >10%. Niemniej jednak pozostajemy nieco bardziej optymistyczni odnośnie rezultatów Erste Banku od rynku. Nasze prognozy na lata 2018-19 są o 4% wyższe niż obecny konsensus. Jednocześnie uważamy, że Erste Bank zasługuje na re-rating, tak jak inne banki z ekspozycją na rynku CEE. Uważamy, że bank będzie bezpośrednim beneficjentem podwyżek stóp procentowych w Czechach oraz Rumunii, dzięki wiodącym bankom w tych krajach. Oczekujemy, że wynik odsetkowy banku będzie rósł w średnim tempie 4% (CAGR 2017-19), które ostatnio było notowane w 2010 roku. Z drugiej strony uważamy, że bardzo niski koszt ryzyka jest nie do utrzymania i oczekujemy jego wzrostu z 12 p.b. (do średnich kredytów brutto) w 2017 r. do 22 p.b. w 2019, co przełoży się wzrost salda rezerw w średniorocznym tempie 43%. Uważamy, że Erste Bank w 2018 roku może ponownie zaskoczyć bardzo niskim saldem rezerw ale i wyższym wzrostem wolumenów kredytowych niż rynek tego oczekuje (my oczekujemy średniorocznego wzrostu na poziomie 5%). Ponadto uważamy, że wraz z poprawą sytuacji kapitałowej Erste Bank może wrócić do polityki akwizycji szczególnie, że jeden z regionalnych konkurentów zapowiedział agresywną politykę ekspansji w średnim terminie. Uważamy, że dobre perspektywy wyników w kolejnych latach są obecnie adekwatnie wycenione.

RZiS

(mln EUR)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy netto	4 445	4 375	4 334	4 530	4 706
Wynik prowizyjny	1 862	1 783	1 834	1 902	1 953
Wynik handlowy	278	326	250	338	370
WNDB	6 584	6 484	6 418	6 770	7 030
Poz. wynik operacyjny	-111	79	13	29	44
Podatek bankowy	-236	-389	-105	-106	-108
Koszty operacyjne	-3 869	-4 028	-4 073	-4 132	-4 192
Zysk operacyjny	2 368	2 146	2 253	2 560	2 774
Saldo rezerw	-729	-196	-167	-271	-342
Zysk operacyjny netto	1 639	1 950	2 086	2 289	2 432
Zyski nadzwyczajne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	1 639	1 950	2 086	2 289	2 432
Podatek dochodowy	-364	-414	-473	-497	-524
Zyski mniejszościowych	-307	-272	-396	-383	-392
Zysk netto	968	1 265	1 217	1 409	1 516

Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto				P/E		BV	P/BV
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	2018	2018
Austria	6 010	13,98	500	479	483	12,0	12,5	12,4	3 450	1,7
Savings Banks	141	0,33	23	21	21	6,3	6,8	6,7	2 110	0,1
Erste Oesterreich	2 730	6,35	225	212	216	12,1	12,9	12,7	1 340	2,0
Austria pozostała	3 139	7,30	252	247	246	12,4	12,7	12,7	1 556	2,0
CEE ogółem	15 991	37,21	1 105	1 216	1 292	14,5	13,1	12,4	5 514	2,9
Republika Czeska	8 559	19,91	566	613	638	15,1	14,0	13,4	2 382	3,6
Rumunia	1 905	4,43	131	162	171	14,5	11,8	11,1	1 044	1,8
Słowacja	2 922	6,80	170	199	225	17,2	14,7	13,0	750	3,9
Węgry	1 721	4,00	181	145	155	9,5	11,8	11,1	588	2,9
Chorwacja	725	1,69	39	84	87	18,8	8,6	8,4	597	1,2
Serbia	159	0,37	18	14	15	8,9	11,7	10,3	153	1,0
Pozostałe	-5 622	-13,08	-388	-287	-259	14,5	19,6	21,7	4 493	-1,3
Grupa Erste ogółem	16 379	38,11								

Cena bieżąca	40,64 EUR	potencjał zmiany
Cena docelowa	40,00 EUR	-1,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	40,00 EUR	2018-02-02	
poprzednia	trzymaj	35,98 EUR	2017-09-01	
Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	+12,6%	+9,7%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+12,6%	+9,7%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	21,9 mln EUR	
MC (mln EUR)	17 467,1	Średni obrót 6M	20,4 mln EUR	
		P/E 12M fwd	12,8	+12,4%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	11,4	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 445	4 375	4 334	4 530	4 706
WNDB	6 584	6 484	6 418	6 770	7 030
Koszty	-3 869	-4 028	-4 073	-4 132	-4 192
Saldo rezerw	-729	-196	-167	-271	-342
Zysk netto	968	1 265	1 217	1 409	1 516
P/E	18,0	13,8	14,4	12,4	11,5
P/BV	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0
ROE	9,3%	10,8%	9,2%	9,4%	9,0%
DPS	0,00	0,50	1,00	1,00	1,06
DYield	0,0%	1,2%	2,5%	2,5%	2,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy			-2,2%	-1,9%	0,0%
Wynik prowizyjny			+2,4%	+3,3%	0,0%
Koszty razem			+0,8%	+0,8%	0,0%
Saldo rezerw			-65,6%	-49,0%	0,0%
Zysk netto			-1,6%	+1,5%	0,0%

Bilans

(mln EUR)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Kredyty netto	131 906	135 267	143 338	150 194	157 525
Pozostałe aktywa	67 837	72 960	79 128	82 006	85 540
Aktywa razem	199 743	208 227	222 466	232 200	243 065
Depozyty	127 946	138 013	148 500	154 322	158 904
Pozostałe zobowiązania	56 990	53 612	55 367	57 106	61 122
Udziały mniejszościowe	3 802	4 142	4 538	4 921	5 313
Kapitały własne	11 005	12 460	14 060	15 852	17 726

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NIM	2,4%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%
C/I	60,4%	60,9%	63,3%	60,6%	59,0%
CoR	0,6%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
NPL Ratio	7,1%	4,9%	4,9%	4,8%	4,7%
Tier 1	11,9%	13,4%	14,0%	15,0%	16,0%

Podsumowanie wyceny

(mln EUR)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		6,6%
DDM	50%	16 145
Zyski ekonomiczne	50%	16 613
Średnia wartość godziwa		16 379
na akcję (EUR)		38,11
Koszt kapitału 9M		5,0%
Cena docelowa za 9M (EUR)		40,00

OTP Bank akumuluj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Podwyższamy naszą neutralną rekomendację trzymaj do akumuluj oraz naszą 9 miesięczną cenę docelową do 12 090 HUF/ akcję. Nasze prognozy są zbieżne z oczekiwaniami konsensusu na lata 2017-18, ale o 4% powyżej na rok 2019. Oczekujemy, że zysk netto OTP Bank wzrośnie o 1% w 2018 roku oraz o 9,0% w 2019 roku. Niski wzrost wyniku w 2018 roku będzie, naszym zdaniem, spowodowany przez wysokie koszty operacyjne a w tym koszty integracji nowych biznesów oraz normalizację po stronie salda rezerw. Po znaczącej akwizycji w Chorwacji oraz w Serbii w 2017 roku (Serbia konsolidowana od grudnia) OTP Bank powinien sfinalizować transakcję na rynku Rumuńskim w 1Q'18. Tak jak w przypadku biznesu w Serbii oczekujemy, że akwizycji podwoi sumę bilansową biznesu w Rumunii. Niemniej jednak koszty integracji z Serbii oraz Rumunii przypadną na cały 2018 rok. Ponadto Prezes OTP Banku zapowiedział, że ambicją banku jest około 5 akwizycji w najbliższym czasie co może wskazywać na kolejne koszty integracji w krótkim okresie. Oceniamy politykę OTP pozytywnie szczególnie, że bank przejmuje poniżej wartości księgowej. Spadek dynamiki wyników wynikający z normalizacji kosztów ryzyka ma szansę na ponowne przyspieszenie, dzięki wzrostowi przez akwizycje. Jednocześnie oczekujemy przyspieszenia wzrostu wyniku odsetkowego dzięki wzrostowi wolumenów, szczególnie w wysokomarżowym biznesie. Uważamy, że w 2018 roku OTP Bank może przede wszystkim zaskoczyć kolejnymi akwizycjami oraz niższym kosztem ryzyka niż tego teraz oczekujemy (93 p.b.). Finalnie zwracamy uwagę na ROE OTP Bank, które szacujemy na 15% w 2019 roku czyli poziom, który jest nieosiągalny przez żaden inny analizowany przez nas bank.

RZIS

(mld HUF)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	553	522	549	605	629
Wynik prowizyjny	167	176	209	220	230
Pozostały	39	40	56	61	64
WNDB	759	738	813	885	922
Koszty działalności operacj	392	400	443	463	466
Wynik operacyjny	367	338	371	422	456
Saldo rezerw	221	93	54	75	79
Zysk brutto	146	245	316	347	378
Podatek dochodowy	26	44	55	69	76
Zysk netto dywizji	120	201	262	278	302
Odpis WNIP	7	12	0	0	0
Podatek bankowy	-29	-14	-15	-15	-16
Inne	6	6	0	0	0
Zyski mniejszościowych	-40	-3	14	0	0
Zysk netto	64	202	260	263	287

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	1 841	6 893	168,6	153,1	158,4	10,9	12,0	11,6	740	2,5
CEE ogółem	1 316	4 915	92,9	125,0	143,8	14,2	10,5	9,1	896	1,5
DSK	564	2 112	46,1	50,3	52,8	12,2	11,2	10,7	244	2,3
OBS	35	130	-0,8	1,8	2,7	-42,2	19,6	13,1	28	1,3
OTP Banka Hrvatska	273	1 021	16,5	24,5	26,2	16,6	11,1	10,4	249	1,1
OTP Banka Romania	114	426	2,8	6,5	8,1	40,8	17,6	14,0	84	1,4
OTP Russia	231	854	17,0	27,7	35,1	14,0	8,6	6,7	165	1,4
CJSC OTP Bank	34	127	11,5	11,5	12,4	3,0	3,0	2,8	46	0,7
OTP Banka Serbia	58	217	-0,9	2,2	5,6	-67,2	28,3	11,4	57	1,1
CKB	7	27	1,0	0,5	0,8	7,4	14,6	8,6	22	0,3
Suma dywizji	3 156	11 808	261,5	278,0	302,3	12,1	11,4	10,4	1 636	1,9
Podatek bankowy	-155	-579								
Grupa OTP ogółem	3 002	11 229								

Cena bieżąca

11 560,00 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

12 090,00 HUF

+4,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	12 090,00 HUF	2018-02-02	
poprzednia	trzymaj	10 901,00 HUF	2018-01-05	
Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	+7,8%	+5,0%
ISIN	HU00000061726	Zmiana YTD	+7,8%	+5,0%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	5,4 mld HUF	
MC (mld HUF)	3 086,9	Średni obrót 6M	4,5 mld HUF	
		P/E 12M fwd	12,2	+23,0%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	9,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	553	522	549	605	629
WNDB	759	738	813	885	922
Koszty	-392	-400	-443	-463	-466
Saldo rezerw	-221	-93	-54	-75	-79
Zysk netto	64	202	260	263	287
P/E	48,5	15,3	11,9	11,7	10,8
P/BV	2,5	2,2	1,9	1,7	1,5
ROE	5,1%	15,3%	17,1%	15,4%	15,1%
DPS	147,00	173,01	199,22	253,21	260,44
DYield	1,3%	1,5%	1,7%	2,2%	2,3%
Zmiana prognoz					
Wynik odsetkowy			+0,2%	+5,1%	+4,6%
Wynik prowizyjny			-0,4%	+0,8%	+0,6%
Koszty razem			+4,0%	+7,2%	+6,2%
Saldo rezerw			-9,7%	-8,5%	-12,1%
Zysk netto			+4,2%	+8,2%	+10,3%

Bilans

(mld HUF)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Kredyty netto	5 410	5 736	6 777	7 531	7 990
Pozostałe aktywa	5 309	5 571	6 161	6 286	6 408
Aktywa razem	10 719	11 308	12 938	13 817	14 398
Depozyty	7 985	8 541	9 829	10 439	11 002
Pozostałe zobowiązania	1 501	1 346	1 486	1 580	1 383
Udziały mniejszościowe	3	3	4	4	4
Kapitały własne	1 231	1 417	1 620	1 794	2 008

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NIM	5,1%	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%
C/I	51,7%	54,2%	54,4%	52,3%	50,5%
CoR	3,3%	1,4%	0,8%	0,9%	0,9%
NPL Ratio	17,4%	15,2%	13,3%	12,9%	13,7%
Tier 1	13,3%	16,1%	15,8%	16,3%	17,1%

Podsumowanie wyceny

(mld HUF)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		10,2%
DDM	50%	3 286
Zyski ekonomiczne	50%	3 051
Średnia wartość godziwa		3 168
na akcję (HUF)		11 808
Podatek bankowy		-579
Zyski mniejszościowych		-57
Wartość godziwa na akcję (HUF)		11 229
Koszt kapitału 9M		7,7%
Cena docelowa za 9M (HUF)		12 090

PZU akumuluj (obniżona)

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

Obniżamy naszą rekomendację kupuj do akumuluj dla PZU jednocześnie obniżając kosmetycznie 9-miesięczną ceną docelową do poziomu 50,58 PLN/akcję. Niższa cena docelowa wynika z lekkiej rewizji prognoz dla PZU, które zmniejszyliśmy o 1% w 2017 roku oraz o 2% w 2019 roku. Nasza prognoza znajduje się poniżej konsensusu na 2017 rok, ale jest powyżej oczekiwań rynku w latach 2018-19. Uważamy, że wyniki PZU mogą negatywnie zaskoczyć rynek w 4Q'17, szczególnie po stronie wyniku inwestycyjnego. Z drugiej strony uważamy, że odległe podwyżki stóp procentowych powinny pozytywnie działać na sentyment. Uważamy także, że nowo przedstawiona strategia PZU na lata 2018-2020, która obejmuje takie cele jak >22% ROE, jest w zasięgu ubezpieczyciela. Ze względu na ponadprzeciętne ROE (22%), dywidendę (dividend yield w latach 2018-19 na poziomie 6-7%) oraz brak istotnego ryzyka operacyjnego, PZU przedstawia się nadal jako bardzo atrakcyjna alternatywa dla sektora bankowego, który w znaczący sposób może być w przyszłości penalizowany za swoją ekspozycję na kredyty CHF. Finalnie w 2018 roku PZU będzie musiał podjąć decyzję odnośnie przyszłości swoich aktywów bankowych, gdzie z jednej strony Pekao dąży do fuzji z Alior Bankiem a z drugiej PFR wskazuje potencjał fuzji Pekao z PKO BP. Zwracamy też uwagę, że ewentualna wymiana akcji pomiędzy akcjonariuszami Pekao oraz Alior Banku w przypadku fuzji zwiększyłaby udział PZU w akcjonariacie Pekao, co z kolei utrudniłoby odkup udziału posiadanego w Pekao przez PFR (po odkupie PZU musiałoby zrobić wezwanie do 66% akcji, co z kolei mogłoby mieć konsekwencje dla dywidendy PZU). Ponadto PFR przy zakupie udziału Pekao podkreślał istotę dywidendy płynącej z banku, która mogłaby zostać znacząco zredukowana w przypadku fuzji.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Składka przypisana brutto	18 359	20 219	22 598	23 179	23 815
Składka zarobiona netto	17 385	18 625	21 058	21 668	22 263
Odszkodowania i świadcze	-11 857	-12 732	-14 767	-14 644	-15 030
Wynik inwestycyjny	1 739	1 300	2 188	2 208	2 276
Koszty akwizycji	-2 376	-2 613	-3 032	-3 186	-3 280
Koszty administracyjne	-1 658	-1 633	-1 776	-1 816	-1 844
Pozostałe przychody/koszt	164	-604	-692	-696	-702
Wynik na działalności bank	0	691	2 204	4 055	4 879
Wynik operacyjny	2 939	3 034	5 229	7 111	7 756
Koszty finansowe	0	0	0	0	0
Jednostki zależne	0	-3	-3	-3	-3
Zysk brutto	2 939	3 031	5 226	7 108	7 753
Podatek dochodowy	-602	-614	-1 246	-1 331	-1 398
Zysk mniejszości	4	470	1 299	2 418	2 922
Zysk netto	2 342	1 947	2 681	3 359	3 433

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	4 260	14%
Korekta o PV	784	3%
Etap II (2020-34)	18 270	62%
Etap III (2035-54)	5 463	18%
Wartość rezydualna	843	3%
Wartość godziwa	29 619	100%
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	34,30	
Cena docelowa za 9M (PLN)	36,49	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	11 427	41%
Etap I (2017-19)	3 615	13%
Korekta o PV	173	1%
Etap II (2020-34)	9 922	36%
Etap III (2035-54)	2 663	10%
Wartość godziwa	27 801	100%
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	32,19	
Cena docelowa za 9M (PLN)	34,25	

Cena bieżąca 44,17 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 50,58 PLN **+14,5%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	50,58 PLN	2018-02-02
poprzednia	kupuj	51,83 PLN	2018-01-05
Podstawowe dane			
		PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	+4,8% +1,9%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	+4,8% +1,9%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	76,4 mln PLN
MC (mln PLN)	38 141,8	Średni obrót 6M	65,5 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,0 -5,7%
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	22 598	23 179	23 815
Odszkodowania	-11 857	-12 732	-14 767	-14 644	-15 030
Wynik inw.	1 739	1 300	1 960	1 971	1 717
Koszty razem	-4 034	-4 246	-4 534	-5 243	-5 370
Zysk netto	2 342	1 947	2 681	3 359	3 433
P/E	16,3	19,6	14,2	11,4	11,1
P/BV	3,0	2,9	2,6	2,4	2,3
ROE	18,0%	15,0%	19,5%	22,3%	21,4%
DPS	3,00	2,08	1,40	2,48	3,11
DYield	6,8%	4,7%	3,2%	5,6%	7,0%
Zmiana prognoz				2017P	2018P
Składka przypisana brutto				+6,3%	+6,3%
Odszkodowania				+11,4%	+7,9%
Wynik inwestycyjny				-10,4%	-10,7%
Koszty razem				-5,7%	+4,8%
Zysk netto				-0,7%	+2,9%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa finansowe	89 306	105 228	280 289	285 658	287 414
Pozostałe aktywa	16 123	20 117	30 921	32 170	33 521
Aktywa razem	105 429	125 345	311 210	317 829	320 935
Rezerwy techniczne	41 280	42 194	46 721	50 397	51 693
Pozostałe zobowiązania	48 970	66 024	227 438	227 680	227 914
Udziały mniejszościowe	2 255	4 117	22 568	24 056	24 888
Kapitały własne	12 924	13 010	14 483	15 695	16 440

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Odszkodowań	76,3	68,7	70,1	67,6	67,5
Kosztów ogółem	21,5	21,1	21,5	24,2	24,1
Zwrot na portfelu	7,5	4,6	3,6	3,9	4,8
COR majątku	95,5	95,7	90,1	95,0	94,9
Marża op w Życiu	22,79	24,05	38,50	38,92	36,33

Wycena PZU (bez banków)

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	29 619
Zyski ekonomiczne	50%	27 801
Średnia wartość godziwa		28 710

Wycena sumą części (SOTP)

(mln PLN)	łącznie	na akcję
PZU (bez banków)	28 710	33,25
Bank Pekao	8 480	9,82
Alior Bank	3 870	4,48
Suma części	41 060	47,55
Cena docelowa za 9M (PLN)		50,58

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 kapitału przez Spółkę. Spółka poinformowała, że obecnie żadne śledztwo nie jest prowadzone przez ABW oraz prokuraturę przeciwko GetBack lub spółce zależnej. Uważamy, że ze względu na znaczące wydatki na nowe portfele w 2017 roku na własną ksiązkę bardzo prawdopodobna będzie rewizja celów zakupowych na 2018 rok oraz kolejne lata. W strategii, która ma zostać opublikowana w lutym br. GetBack ma wyznaczyć cele zakupowe oraz przedstawić sposób ich finansowania. Obecnie skłaniamy się do teorii, że GetBack zmniejszy zakupy na własny portfel w 2018 roku, a zwiększy na fundusze zewnętrzne, niż zrobi nową emisję akcji. Jednocześnie podkreślamy, że bardzo wysokie zakupy na własną ksiązkę nie jest negatywną informacją, a wręcz przyspieszy w modelach strumień spłat i tak przewidzianych w latach kolejnych. Ponadto uważamy, że obecny poziom wyceny rynkowej nie zachęci do przeprowadzenia nowej emisji akcji głównego akcjonariusza 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.

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
Spłaty	-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%
Zdykontowana 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	18,08 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	33,38 PLN	+84,6%

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

Podstawowe dane			GBK PW	vs. WIG
Ticker	GBK PW	Zmiana 1M	-1,7%	-4,6%
ISIN	PLGTBCK00297	Zmiana YTD	-2,3%	-5,2%
Liczba akcji (mln)	100,0	Średni obrót 1M		3,9 mln PLN
MC (mln PLN)	1 808,0	Średni obrót 6M		3,1 mln PLN
EV (mln PLN)	1 908,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	-14,0%
Free float	39,9%	EV/EBITDA 5Y avg	7,4	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	12,0	7,2	6,2	4,9	4,4
P/BV	7,8	3,7	1,8	1,3	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 (podtrzymana)

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

Po ogłoszeniu wstępnych wyników za 2017 rok kurs akcji uległ mocnej przecenie ze względu na problemy spółki na rynku włoskim. Kruk ogłosił dalsze negatywne rewaluacje portfeli zakupionych na rynku włoskim w 2016 roku. Zarząd przyznał, że problem nie jest ostatecznie zidentyfikowany i istnieje możliwość, że negatywne rewaluacje mogą się powtórzyć, chociaż portfele zakupione w 2017 roku spłacają się powyżej krzywych. Wśród głównych problemów z jakimi spółka się mierzy na rynku włoskim Zarząd wymieniał zewnętrznych serwerów, którzy obsługują zakupione przez Kruka portfele, inną krzywą spłat we Włoszech niż przyjętą do wyceny portfeli (krzywa polsko-rumuńska jest bardziej stroma w pierwszych latach versus płaska włoska), czy wreszcie zbyt szybki proces rekrutacyjny. Jednocześnie Zarząd podkreślił, że biznes w Polsce oraz w Rumunii kwitnie i należy się spodziewać kolejnych wysokich pozytywnych rewaluacji w 2018 a także w 2019 roku. Finalnie Zarząd oczekuje, że EPS spółki wzrośnie w wysokim tempie dwucyfrowym w 2018 roku a efektywna stawka podatkowa wyniesie 10% wobec 19% wcześniej oczekiwanych. Obniżyliśmy nasze prognozy zysku netto oraz nakładów na kolejne lata. Oznacza to, że oczekujemy nakładów w wysokości 1,1 mld PLN w 2018 i 1,4 mld PLN w 2019 roku (poprzednio 1,7 mld PLN). Podkreślamy, 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. Nasza 9M cena docelowa na poziomie 300,94 PLN/akcję przekłada się na wskaźnik 2019P P/E 13,7x oraz EV/Cash EBITDA 5,8x. Uważamy, że reakcja rynku po ogłoszeniu wstępnych wyników była przesadzona szczególnie, że rynek włoski odpowiada obecnie za frakcję przychodów Kruka.

RZIS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Nabyte pakiety wierzytel.	339	454	576	651	760
Usługi windykacyjne	9	9	18	18	20
Pozostałe produkty	10	13	16	19	21
Marża pośrednia	358	477	610	688	800
Koszty ogólne	94	117	146	164	183
Wynik na pozostałej działalności	-2	3	-3	-4	-4
EBITDA	262	363	461	521	614
Amortyzacja	11	14	19	22	24
EBIT	251	349	441	499	590
Przychody/koszty finansów	-42	-63	-89	-107	-133
Zysk brutto	210	286	352	392	456
Podatek dochodowy	6	38	46	39	46
Zysk netto	204	249	306	353	411
Nakłady na nowe portfele	489	1 286	976	1 177	1 400
Spłaty	-826	-992	-1 386	-1 734	-2 058

Wycena DDM oraz EVA

(mln PLN)	DDM	EVA
Początkowe TNAV		1 237
Etap I (2017-24)	595	1 310
Etap II (2025-44)	3 048	2 434
PV TV	2268	
Wartość godziwa na 07/2017	5 911	4 981
Korekta o wartość pieniądza w czasie	279	30
Obecna wartość firmy	6 190	5 011
Liczba akcji (mln)	18,7	18,7
Koszt kapitału	8,0%	8,0%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	330,22	267,36
Cena docelowa za 9M (PLN)	353,99	286,60

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Suma FCF	220
Wartość rezydualna (TV)	9 853
Wzrost FCF po prognozie	3,3%
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	5 717
Wartość firmy (EV)	5 937
Dług netto	1 379
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wartość firmy na 01/2017	4 558
Korekta o wartość pieniądza w czasie	27
Obecna wartość godziwa	4 585
Ilość akcji (mln)	18,7
Wartość firmy na akcję (PLN)	244,62

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	6 190
Zyski ekonomiczne	33%	5 011
DCF	33%	4 585

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	330,22
Zyski ekonomiczne	33%	267,36
DCF	33%	244,62
Średnia wartość godziwa		280,73
Koszt kapitału 9M		6,2%
Cena docelowa za 9M (PLN)		300,94

Cena bieżąca	222,20 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	300,94 PLN	+35,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	300,94 PLN	2018-02-02
poprzednia	kupuj	340,17 PLN	2017-10-02
Podstawowe dane			
		KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	-15,0% -17,9%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	-15,0% -17,9%
Liczba akcji (mln)	18,7	Średni obrót 1M	27,4 mln PLN
MC (mln PLN)	4 165,0	Średni obrót 6M	20,5 mln PLN
EV (mln PLN)	-	EV/EBITDA 12M fwd	9,4 -25,7%
Free float	87,0%	EV/EBITDA 5Y avg	12,7 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	611	783	1 030	1 161	1 301
z zakupu wierzyt.	564	725	945	1 071	1 207
z inkasa	30	32	60	61	62
Koszty operacyjne	-94	-117	-144	-157	-169
Zysk netto	204	249	301	353	415
P/E	18,6	16,4	13,8	11,8	10,0
P/BV	4,9	3,2	2,8	2,3	2,0
ROE	29,8%	24,6%	22,0%	21,6%	21,5%
DPS	1,50	2,00	2,26	4,02	5,66
DYield	0,7%	0,9%	1,0%	1,8%	2,5%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Nabyte pakiety wierzytelności			-3,8%	-15,0%	-18,4%
Usługi windykacyjne			-12,7%	-16,4%	-10,8%
Pozostałe produkty			+10,4%	+28,8%	+27,7%
Koszty ogólne			-5,4%	+0,9%	-15,0%
Zysk netto			-12,6%	-12,5%	-12,2%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Środki pieniężne	141	267	149	175	205
Zakupione wierzytelno:	1 599	2 648	3 190	3 755	4 407
Pozostałe aktywa	97	181	112	127	142
Aktywa razem	1 836	3 096	3 451	4 056	4 753
Kredyty i pożyczki	935	1 646	1 790	2 092	2 437
Pozostałe zobowiązania	117	212	159	186	216
Kapitały własne	784	1 238	1 502	1 778	2 100

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Dług netto / KW	101,3	111,4	109,3	107,8	106,3
Dług netto / EBITDA	303,2	380,4	356,5	368,2	363,8
Marża EBITDA	42,9	46,3	44,1	43,0	43,7
Marża EBIT	41,1	44,6	42,3	41,2	42,0
EV / Cash EBITDA	11,51	10,67	8,20	6,67	5,78

Prime Car Management kupuj (podtrzymana)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą pozytywną rekomendację kupuj na Prime Car Management (Grupa Masterlease), ale obniżamy naszą cenę docelową do 35,30 PLN/akcję. Nasza niższa wycena jest konsekwencją weryfikacji polityki dywidendowej ze względu na znaczący przyrost długu przez ostatnie kwartały. Na ostatnim spotkaniu po publikacji wyników Zarząd przyznał, że utrzymanie polityki dywidendowej na obecnym poziomie 100% w perspektywie 3 lat będzie wyzwaniem. Oczekujemy, że dywidenda zostanie zmniejszona do 50% wypłaty w 2020 roku, tak aby wskaźnik dług netto/KW nie przekroczył 4,0x. Niemniej jednak uważamy, że DYield na poziomie 12-13% w kolejnych latach przedstawia się bardzo konkurencyjnie wobec innych spółek finansowych na polskim rynku. Jednocześnie już nie oczekujemy wypłaty różnicy pomiędzy zyskiem jednostkowym a skonsolidowanym (8 mln PLN lub 0,7 PLN na akcję) z 2016 roku wraz z dywidendą za 2017 rok ze względu na zapowiedzianą akwizycję 3000 pojazdów w 2018 roku. Finalnie uważamy, że spółka ma bardzo dobre perspektywy rozwoju zmieniając profil rozwoju z leasingu finansowego i segmentu FSL do abonamentu oraz wynajmu krótko-terminowego zgodnie ze światowymi trendami. Według szacunków, w Wielkiej Brytanii, czyli drugim europejskim rynku motoryzacyjnym w Europie, 80% sprzedaży samochodów odbywa się w modelu abonamentu wobec 1% obecnie w Polsce. Jednocześnie uważamy, że wraz ze wzrostem świadomości konsumentów abonament będzie wypierał kredyty samochodowe, które w Polsce obciążone są dodatkowo podatkiem bankowym. Od 2016 roku udział konsumentów w portfelu zawieranych umów na samochody w kanale Master1.pl wzrósł z 6,5% do 9,4%.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	390	435	463	543	599
z leasingu operacyjnego	143	146	143	165	195
z prowizji i opłat	203	235	263	315	324
odsetkowe	36	44	53	60	76
pozostałe	8	9	4	4	4
Koszty	357	402	431	507	564
napraw i serwisu	169	200	223	268	276
amortyzacja leasingu	115	118	111	131	156
ogólnego zarządu	40	43	44	45	45
odsetkowe	28	38	48	59	83
pozostałe	6	4	4	4	4
Wynik na remarketingu	16	14	16	20	23
Zysk (strata) brutto	49	46	49	55	57
Podatek dochodowy	-10	-10	-10	-12	-12
Zysk (strata) netto	39	36	38	43	45

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
PV Dywidend (Etap I)	173	42%
PV Dywidend (Etap II)	91	22%
PV wartości rezidualnej	143	35%
Wartość godziwa na 07/2017	407	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	18	
Wartość godziwa	425	
Liczba akcji (mln)	11,9	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	35,67	
Cena docelowa za 9M (PLN)	37,94	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowy TNAV	445	123%
Etap I (2017-2027)	-20	-5%
Etap II - 20-lat	-62	-17%
Wartość godziwa na 01/2017	363	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	2	
Wartość godziwa	366	
Liczba akcji (mln)	11,9	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	30,69	
Cena docelowa za 9M (PLN)	32,65	

Cena bieżąca	28,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	35,30 PLN	+22,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	35,30 PLN	2018-02-02	
poprzednia	kupuj	46,43 PLN	2017-01-27	
Podstawowe dane			PCM PW	vs. WIG
Ticker	PCM PW	Zmiana 1M	+0,9%	-2,0%
ISIN	PLPRMCM00048	Zmiana YTD	+0,9%	-2,0%
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	607	703	769
z leasingu oper.	143	146	143	165	195
odsetkowe	36	44	53	60	76
Koszty razem	-474	-527	-558	-648	-711
Zysk netto	39	36	38	43	45
P/E	8,9	9,5	9,0	7,9	7,6
P/BV	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
ROE	7,9%	7,9%	8,5%	9,6%	9,9%
DPS	5,26	5,50	2,36	3,89	3,65
DYield	18,3%	19,1%	8,2%	13,5%	12,7%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody z leasingu operacyjnego			-8,9%	-0,1%	+17,1%
Przychody odsetkowe			+5,0%	-1,6%	+18,0%
Przychody ogółem			+1,3%	+10,3%	+16,4%
Koszty razem			+2,0%	+11,8%	+18,9%
Zysk netto			-7,0%	-4,4%	-7,1%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Należności z leasingu fin	624	833	942	1 058	1 182
Rzeczowe aktywa trwałe	580	643	691	890	906
Pozostałe aktywa	213	254	261	272	284
Aktywa razem	1 417	1 730	1 894	2 220	2 372
Obligacje i kredyty	883	1 220	1 357	1 677	1 817
Pozostałe zobowiązania	60	65	81	91	101
Kapitały własne	475	446	456	453	454

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Marża finansowa	8,7%	7,1%	4,7%	0,7%	-7,0%
Marża serwisowa	19,7%	23,8%	23,5%	27,7%	29,0%
Marża ubezpieczeniowa	10,4%	10,5%	13,0%	14,3%	14,7%
Marża na usługach	3,8%	3,4%	3,7%	4,4%	4,6%
Wskaźnik D/E	185,9%	273,7%	297,8%	370,4%	399,8%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	425
Zyski ekonomiczne	50%	366
Średnia wartość godziwa		395
na akcję (PLN)		33,2
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		35,30

Skarbiec Holding kupuj (podtrzymana)

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

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj, ale podwyższamy naszą cenę docelową do 56,30 PLN na akcję. Rewizja naszej wyceny oraz prognoz jest odpowiedzią na wzrost aktywów pod zarządzaniem oraz ambitnej strategii Skarbca. Nowa strategia obowiązuje do 2020 roku i zakłada podwojenie aktywów funduszy detalicznych do 8 mld PLN, zwiększenie trzykrotne liczby segmentów produktowych w ofercie oraz zwiększenie 4-krotne 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. Uważamy, że do 2020 roku aktywa pod zarządzaniem Skarbiec Holding mogą wzrosnąć do 7 mld PLN zakładając brak kryzysu na rynku. W raporcie podwyższamy nasze prognozy o średnio 7%. Jednocześnie zaznaczamy, że Skarbiec Holding w trakcie naszych prognoz pobiera success fee, którego udział systematycznie spada z 13% przychodów w roku bieżącym do 8% w finalnym roku naszej szczegółowej prognozy. Na 2018 i 2019 P/E Skarbiec Holding notowany jest z 25-30% dyskontem do polskich funduszy inwestycyjnych, zaś z 52%-54% dyskontem do światowych funduszy inwestycyjnych. Uważamy, że obecna wycena stwarza okazję inwestycyjną.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynagrodzenie stałe	67,1	69,6	82,2	93,0	106,9
Wynagrodzenie zmienne	1,8	31,4	12,7	14,6	16,0
Pozostałe	6,6	-25,6	-19,4	-32,3	-47,6
Przychody	75,4	75,4	75,4	75,4	75,4
Koszty dystrybucji	-32,3	-34,4	-39,7	-45,9	-53,8
Koszty świadczeń pracowni	-11,7	-16,3	-15,3	-16,0	-16,6
Pozostałe koszty działalności	-16,0	-18,5	-16,8	-17,5	-18,3
Koszty operacyjne	-60,1	-69,2	-71,8	-79,5	-88,7
Pozostałe	0,9	34,1	25,7	39,2	55,2
Zysk brutto	16,2	40,3	29,3	35,1	41,9
Podatek dochodowy	-3,2	-7,8	-5,6	-6,7	-8,0
Zysk netto	13,0	32,5	23,7	28,4	34,0
Aktywa detaliczne	2 906	3 919	4 518	5 247	6 195
Aktywa dedykowane	12 681	14 623	12 971	13 619	14 300
AUM ogółem	15 587	18 542	17 489	18 866	20 495

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
PV Dywidend (Etap I)	227	68%
PV Dywidend (Etap II)	105	31%
PV wartości rezydualnej	4	1%
Wartość godziwa na 07/2017	336	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	18	
Wartość godziwa	354	
Rozwodnienie (program menadż.)	-15	
Obecna wartość godziwa	339	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	49,73	
Cena docelowa za 9M (PLN)	53,83	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowy TNAV	100	31%
Etap I (2016-2025)	168	51%
Etap II - 20-lat	60	18%
Wartość godziwa na 01/2017	328	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	21	
Wartość godziwa	349	
Rozwodnienie (program menadż.)	-15	
Obecna wartość godziwa	334	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	49,02	
Cena docelowa za 9M (PLN)	53,06	

Cena bieżąca 30,60 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 56,30 PLN **+84,0%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	56,30 PLN	2018-02-02
poprzednia	kupuj	46,28 PLN	2017-01-27
Podstawowe dane			
		SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+10,5% +7,6%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	+10,5% +7,6%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	208,7	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	10,1 +20,1%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	8,4 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	75,4	109,2	100,1	113,6	129,6
opłata stała	67,1	69,6	82,2	93,0	106,9
opłata zmienna	1,8	31,4	12,7	14,6	16,0
Koszty razem	-60,1	-69,2	-71,8	-79,5	-88,7
Zysk netto	13,0	32,5	23,7	28,4	34,0
P/E	16,1	6,4	8,8	7,3	6,1
P/BV	2,3	2,1	2,2	2,2	2,1
ROE	13,9%	34,1%	24,2%	29,8%	35,0%
DPS	3,12	3,08	4,28	4,15	4,57
DYield	10,2%	10,1%	14,0%	13,6%	14,9%
Zmiana prognoz				2017P	2018P
Wynagrodzenie stałe				+9,8%	+12,8%
Wynagrodzenie zmienne				-16,0%	-10,3%
Przychody				+3,8%	+11,9%
Koszty razem				+13,4%	+17,7%
Zysk netto				-12,7%	-8,7%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Środki pieniężne	16,3	17,3	18,3	19,3	20,3
Pozostałe aktywa	81,6	80,6	79,6	78,6	77,6
Aktywa razem	97,9	97,9	97,9	97,9	97,9
Obligacje i kredyty	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Pozostałe zobowiązania	8,1	-3,4	2,0	1,8	-0,9
Udziały mniejszościowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitały własne	89,3	100,8	95,4	95,6	98,4

Analiza porównawcza

	P/E			Kapitalizacja/AUM		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	4,9	6,9	6,3	0,0	0,0	0,0
Maksimum	25,2	21,5	18,6	5,3	0,3	0,2
Mediana	17,3	14,8	12,9	0,0	0,0	0,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	339
Zyski ekonomiczne	33%	334
Porównawcza	33%	401

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	49,73
Zyski ekonomiczne	33%	49,02
Porównawcza	33%	58,85
Koszt kapitału 9M		8,3%
Cena docelowa za 9M (PLN)		56,30

Chemia

Ciech

kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wzrost spotowych cen w Azji w końcówce 2017 roku oraz czasowe wyłączenia mocy produkcyjnych w Chinach pozytywnie przełożyły się na wyniki Grupy Ciech w końcówce 2017 roku. Naszym zdaniem wyłączenia szkodliwych mocy produkcyjnych w Chinach nadal będą miały pozytywny wpływ na globalny bilans rynku sody w 2018 roku. Wysoki popyt z Azji budzi nadzieje na szybszą 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. Naszym zdaniem w IH'18 oczekiwania analityków odnośnie potencjalnych wyników będą rewidowane w górę, co pozytywnie będzie wpływało na sentyment wokół chemicznej spółki. W średnim terminie Ciech może być beneficjentem udanego wezwania na Synthos, gdyż pozostanie on jedyną płynną i prywatnie zarządzaną spółką chemiczną na GPW. Podtrzymujemy naszą rekomendację dla Grupy Ciech (kupuj) oraz podwyższamy cenę z 79,54 do 90,13 PLN/akcja.

Cena bieżąca

61,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

90,13 PLN

+47,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	90,13 PLN	2018-02-02	
poprzednia	kupuj	79,54 PLN	2017-10-02	
Podstawowe dane		CIE PW	vs. WIG	
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	+6,5%	+3,6%
ISIN	PLCIECH00018	Zmiana YTD	+6,5%	+3,6%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	4,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 227,9	Średni obrót 6M	4,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 246,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,9	-3,6%
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	3 559	3 786	3 753
EBITDA	708	884	794	790	763
marża EBITDA	21,6%	25,6%	22,3%	20,9%	20,3%
EBIT	490	660	552	537	488
Zysk netto	343	594	383	387	349
P/E	9,4	5,4	8,4	8,3	9,2
P/BV	2,4	1,8	1,5	1,3	1,3
EV/EBITDA	6,5	4,9	5,4	5,2	5,3
DPS	0,00	2,85	0,00	2,18	4,04
DYield	0,0%	4,7%	0,0%	3,6%	6,6%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		+5,2%	+3,2%	+14,8%	
Zysk netto		+9,6%	+6,2%	+19,9%	
Soda (USD/t)		+2,9%	+1,9%	+4,0%	
Soda Ciech (PLN/t)		+0,8%	+1,4%	+4,0%	
Soda vol (tys. ton)		-1,5%	+2,8%	+2,8%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA soda	630	799	680	651	620
EBITDA organika	86	78	83	103	105
EBITDA krzemiany	34	35	36	41	44
EBITDA pozostałe	-42	-33	-12	-5	-5
EBITDA/t soda	284	348	295	271	258
Przepływy oper.	457	837	594	683	666
Amortyzacja	218	223	242	253	275
Kapitał obrotowy	-97	97	0	0	0
Przepływy inv.	-486	-446	-442	-362	-383
CAPEX	488	458	442	362	383
Przepływy fin.	183	-180	-218	-159	-255
Dywidenda/buyback	0	-150	0	-115	-213
FCF	222	387	242	322	285
FCF/EBITDA	31%	44%	30%	41%	37%
CFO/EBITDA	65%	95%	75%	86%	87%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Soda (USD/t)	259	261	257	265	260	260	260	260	260	260	260
Soda Ciech (PLN/t)	767,5	819,4	814,2	810,0	795,6	817,7	817,7	817,7	817,7	817,7	817,7
Soda vol (tys. ton)	2 220	2 295	2 300	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400
Przychody	3 559	3 786	3 753	3 863	3 904	3 915	3 927	3 939	3 951	3 963	3 980
EBITDA	794	790	763	811	782	777	771	766	761	756	759
marża EBITDA	22,3%	20,9%	20,3%	21,0%	20,0%	19,8%	19,6%	19,5%	19,3%	19,1%	19,1%
EBIT	552	537	488	528	503	502	499	487	475	463	462
Podatek	110	106	95	104	99	99	99	96	94	92	92
CAPEX	-442	-362	-383	-363	-244	-254	-264	-275	-282	-289	-296
Kapitał obrotowy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	242	322	285	344	439	424	408	395	386	376	371
PV FCF	242	301	247	277	326	290	257	228	204	181	
WACC	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%	8,3%	8,4%	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	3 910	4 502	4 720	5 046	5 175
Aktywa trwałe	2 860	3 210	3 469	3 579	3 688
Kapitał własny	1 346	1 767	2 120	2 392	2 528
Udział mniejszości	-4	-3	-3	-3	-3
Dług netto	1 358	1 116	1 022	860	833
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	1,3	1,3	1,1	1,1
Dług netto/kap. wł. (x)	1,0	0,6	0,5	0,4	0,3

Analiza porównawcza

	P / E			EV / EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	7,5	7,7	6,9	6,2	6,2	5,1
Maksimum	35,1	24,2	20,8	12,0	10,5	9,8
Mediana	14,7	15,3	13,7	8,9	8,2	7,4
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 758
Dług netto	1 116
Inne korekty	-4
Wycena DCF na akcję (PLN)	89,18

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	80,38
DCF	50%	89,18
Cena wynikowa		84,78
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		90,13

Grupa Azoty trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

W całym 2018 roku naszym zdaniem światowy rynek nawozowy nadal odczuwać będzie mniejszy eksport mocznika z Chin (ograniczenia produkcji nieefektywnej i szkodliwej dla środowiska). Z drugiej jednak strony w 2017 i 2018 roku według Yara uruchomione zostanie łącznie 13,3 mln ton nowych mocy nawozowych (średnio w ostatnich 10-ciu latach 3 mln ton rocznie). Utrzymujące się niskie ceny płodów rolnych (zbilansowany rynek zbóż w sezonie 2017/18) przy rosnących kosztach ropy i umacnianiu się walut rynków wschodzących (główni eksporterzy zbóż) negatywnie przekładają się na rentowność produkcji rolnej. Jeżeli ceny zbóż pozostaną na niskich poziomach, to istnieje ryzyko, że rolnicy będą mieć ograniczoną przestrzeń do akceptacji wyższych cen nawozów. Na początku 2018 roku producenci nawozów mierzą się z wyższymi cenami gazu ziemnego, co negatywnie wpływa na ich rentowność. Naszym zdaniem słabsze zachowanie cen nawozów saletrzanych w drugiej połowie XII'17 przy wyższych r/r (w USD) cenach gazu może naszym zdaniem rozpocząć spekulacje nad możliwością poprawienia wyników Grupy Azoty w 1Q'18. Według naszych prognoz 4Q'17 będzie ostatnim kwartałem w którym Grupa wyraźnie poprawia rezultaty r/r. Naszym zdaniem biorąc pod uwagę większą ilość planowanych w 2018 roku przestojów modernizacyjnych Grupie Azoty nie uda się poprawić zeszłorocznych rezultatów. Podtrzymujemy naszą rekomendację na poziomie trzymaj oraz obniżamy naszą cenę docelową 73,64 PLN do 73,42 PLN/akcja.

Cena bieżąca

72,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

73,42 PLN

+2,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	73,42 PLN	2018-02-02	
poprzednia	trzymaj	73,64 PLN	2018-01-05	
Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	+3,4%	+0,6%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	+3,4%	+0,6%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	2,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 142,1	Średni obrót 6M	4,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 415,3	EV/EBITDA 12M fwd	6,6	-4,5%
Free float	22,7%	EV/EBITDA 5Y avg	6,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	10 008	8 956	9 821	9 968	10 477
EBITDA	1 304	997	1 239	1 199	1 277
marża EBITDA	13,0%	11,1%	12,6%	12,0%	12,2%
EBIT	824	486	722	609	619
Zysk netto	605	343	518	421	420
P/E	11,8	20,8	13,8	17,0	17,0
P/BV	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	5,9	8,0	6,8	7,2	6,9
DPS	0,00	0,84	0,79	1,04	1,27
DYield	0,0%	1,2%	1,1%	1,5%	1,8%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	-5,6%	+0,0%
Zysk netto			0,0%	-5,6%	+0,0%
Mocznik (PLN/t)			0,0%	-1,1%	0,0%
Saletra (PLN/t)			0,0%	-1,1%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	+0,4%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA nawozy	998	600	601	521	601
EBITDA tworzywa	-10	-33	253	235	215
EBITDA chemia	135	271	292	311	309
EBITDA energetyka	77,9	95,5	65,6	70,6	76,1
EBITDA pozostałe	115	40	83	61	76
Przepływy oper.	1 630	1 136	1 064	1 080	1 140
Amortyzacja	479	511	517	589	657
Kapitał obrotowy	300	137	-28	-5	-17
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	-165	-198
Dywidenda/buyback	0	-83	-78	-104	-126
FCF	403	-214	-242	-82	119
FCF/EBITDA	31%	-21%	-20%	-7%	9%
CFO/EBITDA	125%	114%	86%	90%	89%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Mocznik (PLN/t)	1 504	1 546	1 629	1 673	1 662	1 641	1 619	1 633	1 635	1 648	1 627
Saletra (PLN/t)	1 256	1 306	1 376	1 391	1 367	1 345	1 323	1 338	1 339	1 350	1 327
Gaz ziem. (PLN/m3)	963	989	1 134	1 206	1 185	1 138	1 099	1 142	1 145	1 148	1 097
Przychody	9 821	9 968	10 477	10 899	10 939	10 957	10 964	11 216	11 372	11 558	11 589
EBITDA	1 239	1 199	1 277	1 289	1 356	1 334	1 294	1 305	1 316	1 359	1 359
marża EBITDA	12,6%	12,0%	12,2%	11,8%	12,4%	12,2%	11,8%	11,6%	11,6%	11,8%	11,7%
EBIT	722	609	619	601	681	691	681	708	728	773	773
Podatek	123	107	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	-5	-17	-14	-1	-1	0	-8	-5	-6	-1
FCF	-242	-82	119	536	644	636	593	586	611	622	630
PV FCF	-242	-76	102	425	470	428	367	333	319	299	
WACC	8,2%	8,0%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	10 495	11 052	11 676	12 041	12 447
Aktywa trwałe	6 943	7 651	8 468	9 054	9 440
Kapitał własny	6 286	6 534	6 974	7 291	7 585
Udział mniejszości	626	595	620	641	660
Dług netto	-13	273	653	906	997
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	0,3	0,5	0,8	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	10,3	9,2	7,6	7,8	6,8	6,1
Maksimum	36,9	91,5	37,9	16,9	13,1	11,4
Mediana	24,3	17,2	13,2	11,1	8,8	7,7
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 424
Dług netto	273
Inne korekty	-595
Wycena DCF na akcję (PLN)	62,58

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	75,55
DCF	50%	62,58
Cena wynikowa		69,06
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		73,42

Polwax kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Ubiegły rok był jeśli chodzi o warunki zewnętrzne jednym z trudniejszych dla Polwaxu z uwagi na permanentną presję na ceny rynkowe produktów przy jednocześnie stabilnym benchmarku surowcowym ICIS, który ma kluczowe znaczenie do rozliczeń długoterminowego kontraktu z Lotosem. Wysoka podaż tańszych gaczy z kierunku wschodniego wymuszała na Spółce dostosowania cennika kosztem realizowanej marży. Spadków cen nie udało się na przychodach zneutralizować wyższymi wolumenami, a dodatkowo pojawiła się presja płacowa. Liczyliśmy, że widoczne pod koniec roku wzrosty cen ropy i spadek marż na ciężkich produktach rafinacji odwróćą negatywne tendencje na rynku, ale póki co nie miało to miejsca o czym świadczy zaraportowany przez Zarząd słabszy 4Q. Nadal w naszych prognozach na kolejne lata zakładamy realizację takiego scenariusza (pozostajemy pozytywni na ceny ropy i uważamy, że produkcja ciężkich pozostałości w mniej kompleksowych rafineriach ulegnie zmniejszeniu), ale przyjęliśmy trochę bardziej konserwatywne szacunki rentowności (wolniejszy wzrost cen gaczy na rynku spotowym, wyższe koszty rynku pracy). W efekcie obniżamy nasze prognozy EBITDA na lata 2018-19 średnio o 5% i zysku netto o 8%, co implikuje korektę ceny docelowej do 18,8 PLN/akcję. Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Zwracamy uwagę, że na bazie oczyszczonych wyników 2017 Spółka jest wyceniana na 6,1x P/E i 4,7x EV/EBITDA, a te rezultaty zdecydowanie odbiegają od potencjału Polwaxu. Oczywiście najbliższe 2 lata upłyną pod znakiem znacznego zwiększenia zadłużenia w związku z realizacją projektu Future, co uzasadnia dyskonto w wycenie, ale odchylenie rzędu 50% wydaje się mocno krzywdzące, szczególnie w kontekście oczekiwanych efektów tej inwestycji.

Cena bieżąca

11,05 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,80 PLN

+70,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	18,80 PLN	2018-02-02	
poprzednia	kupuj	20,56 PLN	2018-01-05	
Podstawowe dane		PWX PW	vs. WIG	
Ticker	PWX PW	Zmiana 1M	0,0%	-2,9%
ISIN	PLPOLWX00026	Zmiana YTD	0,0%	-2,9%
Liczba akcji (mln)	10,3	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	113,8	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	135,2	EV/EBITDA 12M fwd	6,2	+7,4%
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	283,5	320,1	321,9
EBITDA	34,2	31,0	27,0	30,9	34,1
marża EBITDA	12,2%	10,5%	9,5%	9,7%	10,6%
EBIT	30,0	26,4	22,2	26,3	29,4
Zysk netto	23,8	20,9	17,2	19,7	21,9
P/E	4,7	5,5	6,6	5,8	5,2
P/BV	1,5	1,3	1,1	0,9	0,8
EV/EBITDA	4,2	4,5	5,0	6,4	7,0
DPS	1,21	1,06	0,00	0,00	0,00
DYield	11,0%	9,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-6,5%	-4,9%	-4,9%
Zysk netto			-10,6%	-8,1%	-7,8%
Capex			-0,9%	-0,2%	-0,2%
Parafiny EUR/t			0,0%	0,0%	0,0%
EUR/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	280,7	294,6	283,5	320,1	321,9
znicze	64,6	58,0	60,0	59,4	59,4
parafiny znicze/świece	154,4	161,2	143,7	167,6	168,8
parafiny specjalistyczne	53,9	62,7	67,5	80,7	81,3
Zysk brutto ze sprzedaży	51,5	49,4	46,9	51,2	54,8
Marża brutto ze sprzed	18,4%	16,8%	16,5%	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	-0,9	-2,0	-2,3
Wolumen w tys. ton	58,4	59,7	59,5	60,0	60,0
w tym segm. zniczowy	42,8	42,5	40,0	40,0	40,0
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)	626	732	724	777	801	801	801	801	801	801	801
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	283,5	320,1	321,9	418,9	465,0	466,9	468,9	470,9	472,8	474,9	474,9
EBITDA	27,0	30,9	34,1	39,6	50,4	49,1	49,0	48,9	48,8	48,7	48,7
marża EBITDA	9,5%	9,7%	10,6%	9,4%	10,8%	10,5%	10,5%	10,4%	10,3%	10,3%	10,3%
EBIT	22,2	26,3	29,4	29,6	39,9	37,8	37,1	37,2	37,2	37,3	34,5
Podatek	4,2	5,0	5,6	5,6	7,6	7,2	7,0	7,1	7,1	7,1	6,6
CAPEX	-19,4	-83,2	-68,2	-12,6	-14,0	-14,0	-14,1	-14,1	-14,2	-14,2	-14,2
Kapitał obrotowy	1,0	-4,2	2,9	-17,7	-7,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
FCF	5,0	-60,8	-36,2	4,4	21,9	28,2	28,2	28,1	27,9	27,7	28,3
PV FCF	5,0	-56,6	-31,4	3,5	16,5	19,7	18,3	16,9	15,6	14,4	
WACC	8,4%	7,5%	7,3%	7,3%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	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	22,9	20,1	29,5
CFO/EBITDA	93%	69%	85%	65%	87%
Capex	9,6	5,0	19,4	83,2	68,2
Kapitał obrotowy	74,3	77,8	76,8	81,0	78,1
Kapitał własny	77,0	87,1	104,3	124,0	145,9
Dług netto	30,1	24,9	21,4	84,5	123,2
Dług netto/EBITDA (x)	0,9	0,8	0,8	2,7	3,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	8,9	9,3	9,2	5,5	5,7	5,5
Maksimum	21,1	19,7	18,6	13,5	12,7	12,0
Mediana	12,6	11,6	11,2	7,5	6,8	6,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	215
Dług netto	25
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	18,45

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	16,80
DCF	50%	18,45
cena wynikowa		17,63
koszt kapitału 9M		6,7%
cena docelowa za 9M		18,80

Synthos trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

W 2018 roku Grupie Synthos nie sprzyja wyraźny spadek relacji cen butadienu do nafty oraz wyraźnie niższe marże na produktach styrenowych. 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 (14-46% 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 zwołania akcji Synthosu z obrotu giełdowego. Ogłoszone przymusowe wezwanie oznacza, że Synthos prawdopodobnie do końca IH'18 zniknie z warszawskiego parkietu. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj, a cenę docelową ustalamy na poziomie 4,77 PLN (wcześniej 4,73 PLN/akcja).

Cena bieżąca

4,89 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,77 PLN

-2,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	4,77 PLN	2018-02-02
poprzednia	trzymaj	4,73 PLN	2017-11-30
Podstawowe dane			
	SNS PW	Zmiana 1M	+0,2% -2,7%
Ticker	PLDWORY00019	Zmiana YTD	+0,2% -2,7%
Liczba akcji (mln)	1 323,3	Średni obrót 1M	1,5 mln PLN
MC (mln PLN)	6 470,7	Średni obrót 6M	5,5 mln PLN
EV (mln PLN)	8 195,4	EV/EBITDA 12M fwd	9,3 +2,3%
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	342
P/E	15,2	25,3	15,6	19,0	18,9
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%	10,8%	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	484	131	482	481	471	445	414	374	346	320	
WACC	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	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	9,6	9,0	8,3	5,8	5,2	5,6
Maksimum	32,7	19,5	15,3	16,2	11,7	9,9
Mediana	16,5	14,4	13,5	8,1	7,7	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	3 948
Dług netto	1 986
Inne korekty	-13
Wycena DCF na akcję (PLN)	5,42

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	3,56
DCF	50%	5,42
Cena wynikowa		4,49
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		4,77

Paliwa

Lotos

redukuje (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Podtrzymujemy opinię, że obecny rok może być dla sektora rafineryjnego znacznie trudniejszy niż poprzednie, szczególnie że spółki raczej przyzwyczały 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 droższą 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 15% 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 9M'17 roku był 0,4 mld PLN niższy niż raportowany w P&L) jak i podwyższony capex. Utrzymujemy rekomendację redukuj, nieznacznie podnosząc cenę docelową do 52,67 PLN (wycena porównawcza dla spółek wydobywczych).

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO skor.	2 134	2 609	3 056	2 270	2 537
upstream	337	702	860	802	780
rafineria	1 669	1 761	2 048	1 316	1 601
detal	122	145	147	152	156
EV/EBITDA LIFO skor.	7,9	6,1	4,7	6,8	6,1
Efekt LIFO	-279	-77	187	81	99
Inne zd. jednorazowe	-718	391	-119	-1	-1
Saldo finansowe	-619	-275	317	-260	-297
Przerób ropy mln ton	10,2	10,4	9,5	10,4	10,4
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,9	5,9	7,8	4,8	5,8
detal EBITDA/tonę	100	134	131	131	131
upstream \$ EBITDA/boe	20,6	18,3	26,5	29,8	29,6
Wydobycie w mboe/d	11,9	26,7	23,6	20,6	20,1
gaz	5,3	15,6	13,3	10,1	8,7
ropa	6,6	11,1	10,2	10,5	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	22 583	25 419	25 792	28 509	30 585	30 585	30 585	30 585	30 585	30 585	30 585
EBITDA	2 273	1 547	1 855	1 997	1 944	1 946	1 949	1 952	1 955	1 958	1 958
marża EBITDA	10,1%	6,1%	7,2%	7,0%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
EBIT	1 732	964	1 169	1 281	1 254	1 229	1 206	1 187	1 171	1 156	1 260
Podatek	329	183	222	243	238	233	229	226	223	220	239
CAPEX	-1 146	-1 193	-578	-659	-699	-699	-699	-699	-699	-699	-699
Kapitał obrotowy	-441	-716	-695	-554	-249	9	12	9	11	18	11
FCF	356	-545	360	540	758	1 023	1 033	1 037	1 045	1 058	1 031
PV FCF	356	-509	313	438	571	715	668	621	579	543	
WACC	7,4%	7,2%	7,2%	7,3%	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

57,78 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

52,67 PLN

-8,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuje	52,67 PLN	2018-02-02	
poprzednia	redukuje	51,53 PLN	2018-01-05	
Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	+0,1%	-2,7%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	+0,1%	-2,7%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	20,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 682,0	Średni obrót 6M	20,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 837,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	-14,6%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	22 709,4	20 931,1	23 841,3	26 678,2	27 093,6
EBITDA	1 138,0	2 922,6	3 123,7	2 348,9	2 634,8
marża EBITDA	5,0%	14,0%	13,1%	8,8%	9,7%
EBIT	423,4	1 854,7	2 282,1	1 406,1	1 571,9
Zysk netto	-263,3	1 015,2	1 780,6	799,7	838,8
P/E	-	10,5	6,0	13,4	12,7
P/BV	1,4	1,2	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	14,4	5,3	4,4	6,4	5,7
DPS	0,00	0,00	1,00	1,73	1,73
DYield	0,0%	0,0%	1,7%	3,0%	3,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO			+1,3%	-0,6%	+1,0%
Zysk netto			+8,8%	+4,5%	+4,1%
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	2 289	1 405	1 506
CFO/EBITDA LIFO skor.	70%	102%	75%	62%	59%
Capex	759	1 244	1 516	1 863	928
Kapitał obrotowy	3 554	3 867	4 309	5 025	5 720
Kapitał własny	7 712	8 611	10 961	11 390	11 845
Dług netto	5 701	4 808	3 156	4 247	4 352
Dług netto/EBITDA (x)	5,0	1,6	1,0	1,8	1,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,1	4,3	3,7	2,4	2,3	2,2
Maksimum	23,6	21,1	19,5	9,9	10,1	10,2
Mediana	9,3	10,4	11,2	5,3	5,2	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	11 838
Dług netto	4 993
Petrobaltic	1 869
Wycena DCF na akcję (PLN)	47,14

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	51,94
DCF	50%	47,14
Cena wynikowa		49,54
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		52,67

MOL trzymaj (podtrzymana)

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. 8,5x dla PKN i 6,8x 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, których Spółka posiada aż 9,3%), szczególnie że w przeciwnieństwie do PKN Orlen nie dostrzegamy tutaj ryzyka zaangażowania w nowe duże projekty inwestycyjne (strategia dość precyzyjna w zakresie capex). 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 (wskazują na to zarówno wypowiedzi przedstawicieli administracji jak i Rosneftu), 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%).

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO skor.	687	605	665	572	592
upstream	197	190	235	282	293
rafineria	239	178	194	108	116
detal	62	86	99	97	105
petchem	160	144	128	76	69
gaz	60	54	57	57	58
koszty ogólne	-31	-48	-48	-48	-49
EV/EBITDA LIFO skor.	4,5	5,2	4,5	5,1	5,0
Effekt LIFO	-77	25	14	13	16
Inne zd. jednorazowe	33	-7	-2	0	0
Saldo finansowe	-91	-35	4	-12	-14
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	6,1	4,5	5,1	2,9	3,1
upstream \$ EBITDA/boe	19,5	17,8	24,2	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	107,1	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	3 811	4 275	4 273	4 594	4 882	4 896	4 897	4 897	4 898	4 899	4 898
EBITDA	444	302	316	361	371	412	416	414	412	410	412
marża EBITDA	11,7%	7,1%	7,4%	7,9%	7,6%	8,4%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%
EBIT	294	142	141	175	171	201	200	192	183	174	208
Podatek	73	34	34	43	42	50	49	47	45	42	39
CAPEX	-185	-215	-380	-344	-209	-211	-205	-205	-205	-205	-205
Kapitał obrotowy	-61	-26	-23	-19	-16	0	0	0	1	1	1
FCF	125	27	-122	-44	104	152	162	163	164	164	169
PV FCF	125	25	-103	-35	75	99	98	90	83	76	
WACC	8,4%	8,7%	8,6%	8,8%	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%

Cena bieżąca

3 080 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

3 152 HUF

+2,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	3 152 HUF	2018-02-02	
poprzednia	trzymaj	3 104 HUF	2017-11-29	
Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	+2,5%	-0,4%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	+2,5%	-0,4%
Skor. I. akcji (mln)	743,3	Średni obrót 1M	1 967,1 mln HUF	
MC (mln HUF)	2 289 353,9	Średni obrót 6M	1 916,8 mln HUF	
EV (mln HUF)	3 014 321,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	-1,3%
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	4 058,9	4 552,0	4 553,6
EBITDA	643,4	623,4	676,7	584,8	608,7
marża EBITDA	15,7%	17,5%	16,7%	12,8%	13,4%
EBIT	-217,2	307,9	388,8	289,7	295,3
Zysk netto	-261,0	263,5	304,5	200,5	202,5
P/E	-	8,7	7,5	11,4	11,3
P/BV	1,6	1,5	1,3	1,2	1,2
EV/EBITDA	4,9	5,1	4,5	5,0	4,9
DPS	60,69	70,88	78,13	81,93	86,03
DYield	2,0%	2,3%	2,5%	2,7%	2,8%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
CCS EBITDA			-0,2%	+0,2%	+0,2%
Zysk netto			+1,4%	+0,3%	+0,3%
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%

Bilans i CF

(md HUF)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	587	519	550	497	522
CFO/EBITDA LIFO skor.	85%	86%	83%	87%	88%
Capex	370	289	270	310	478
Kapitał obrotowy	94	156	217	243	266
Kapitał własny	1 452	1 492	1 726	1 856	1 984
Dług netto	474	606	393	290	333
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	1,0	0,6	0,5	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,1	4,3	3,7	2,4	2,3	2,2
Maksimum	23,6	21,1	19,5	9,9	10,1	10,2
Mediana	10,3	11,1	11,6	5,5	5,6	5,4
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 515
Dług netto i korekty	403
Segment wydobywczy	626
Wycena DCF na akcję (HUF)	2 469

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	3 421
DCF	50%	2 469
Cena wynikowa		2 945
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		3 152

PGNiG kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

PGNiG pozostaje najciekawszym wyborem w ramach sektora paliwowego w regionie, przede wszystkim z uwagi na otoczenie makro i korzystne zmiany regulacyjne. Uważamy, że koncern skorzysta na w tym roku na wysokich cenach ropy (spotowe parametry implikują wzrost przychodów r/r o ponad 0,3 mld PLN), a z uwagi na utrzymujący się parytet ropa-gaz nie powinien istotnie odczuć wyższych cen węglowodorów w segmencie obrotu (obciążenie na starym kontrakcie katarskim). Zwracamy uwagę, że 2018 to pierwszy rok pełnej liberalizacji rynku dla odbiorców komercyjnych, co powinno zaowocować zaskięgowaniem opłaty magazynowej (dotychczas PGNiG „sponsorowało” tę usługę), stabilizacją marży klientowskiej i uzyskaniem profitów ze premii lądowej (spread transgraniczny wzrósł o 5 PLN/MWh). Dodatkowo oczekujemy rozwodnienia kosztów regazyfikacji LNG (spadek taryfy terminala) i dalszego wzrostu wolumenów. Spadek rentowności w dystrybucji w związku z nową taryfą (po 3 latach sporów z URE) uwzględnialiśmy już w prognozach i traktujemy to jako normalizację rentowności w segmencie (ważne w kontekście planowanego wzrostu WRA). Dodatkowymi katalizatorami w tym roku mogą być akwizycje na szelfie norweskim po finalnej alokacji przepustowości na Baltic Pipe („konwersja” nadpłynności bilansu na EBITDA) oraz oczekiwany wynik arbitrażu z Gazpromem (wyrok Naftohazu zwiększa szanse na urynkowanie formuły). Podtrzymujemy rekomendację kupuj (nieznacznie korygujemy cenę docelową - zmiany w prognozach 2017 to efekt one-ff'ów z 4Q), wskazując że Spółka jest wyceniana nie tylko znacznie poniżej grupy porównawczej, ale również z dyskontem do polskich spółek energetycznych, mimo odmiennego profilu ryzyka i FCF.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(młn PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	7 064	6 862	7 328	8 344	8 533
EBITDA	6 080	5 974	6 534	8 344	8 533
wydobycie	2 426	2 206	3 739	4 553	4 589
obróć	623	614	-358	941	971
dystrybucja	2 339	2 559	2 515	2 304	2 342
energetyka	679	759	864	792	883
pozostałe	13	-164	-226	-247	-252
Saldo finansowe	-276	-150	3	-39	-55
Prod. ropy młn ton	1,39	1,35	1,27	1,34	1,23
kraj	0,77	0,75	0,79	0,82	0,78
zagranica	0,62	0,59	0,48	0,52	0,45
Prod. gazu młd m3	4,6	4,5	4,5	4,5	4,8
kraj	4,0	3,9	3,8	3,8	3,8
zagranica	0,6	0,6	0,7	0,7	1,0
marża obrót PLN/MWh	3,3	0,4	-2,1	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	35 807	38 039	40 742	41 564	44 344	44 213	40 624	40 023	38 606	37 695	37 695
EBITDA	7 328	8 344	8 533	9 045	9 382	9 058	8 940	8 953	8 801	8 524	8 524
marża EBITDA	20,5%	21,9%	20,9%	21,8%	21,2%	20,5%	22,0%	22,4%	22,8%	22,6%	22,6%
EBIT	3 898	5 659	5 804	6 234	6 561	6 182	5 997	5 928	5 736	5 539	4 576
Podatek	991	1 466	1 470	1 914	2 034	1 907	1 830	1 786	1 687	1 609	1 407
CAPEX	-4 137	-4 279	-3 795	-3 830	-3 859	-3 876	-3 901	-3 925	-3 928	-3 948	-3 948
Kapitał obrotowy	-657	-267	-323	-98	-332	16	429	72	169	109	109
FCF	1 542	2 332	2 945	3 203	3 158	3 290	3 637	3 314	3 355	3 076	3 278
PV FCF	1 542	2 142	2 484	2 480	2 246	2 149	2 182	1 825	1 697	1 429	
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	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

6,58 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,65 PLN

+16,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	7,65 PLN	2018-02-02
poprzednia	kupuj	7,73 PLN	2017-12-01
Podstawowe dane		PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	+4,6% +1,7%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	+4,6% +1,7%
Liczba akcji (młn)	5 778,3	Średni obrót 1M	25,4 młn PLN
MC (młn PLN)	38 021,3	Średni obrót 6M	20,9 młn PLN
EV (młn PLN)	38 705,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,8 -11,1%
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	35 806,6	38 038,7	40 742,1
EBITDA	6 080,0	5 974,0	6 533,8	8 344,1	8 532,9
marża EBITDA	16,7%	18,0%	18,2%	21,9%	20,9%
EBIT	3 290,0	3 360,0	3 898,3	5 658,5	5 803,9
Zysk netto	2 134,0	2 351,0	2 907,1	4 161,8	4 289,9
P/E	18,2	16,2	13,1	9,1	8,9
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	6,4	6,5	5,9	4,5	4,3
DPS	0,20	0,18	0,20	0,25	0,36
DYield	3,0%	2,8%	3,0%	3,8%	5,5%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		-12,1%	-0,2%	-0,1%	
Zysk netto		-19,1%	-0,3%	-0,2%	
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	5 255	7 084	7 139
CFO/EBITDA	120%	99%	80%	85%	84%
Capex	3 154	2 968	4 137	4 279	3 795
Kapitał obrotowy	2 843	3 619	4 276	4 542	4 865
Kapitał własny	30 736	32 013	33 764	36 473	38 682
Dług netto	360	523	681	-562	-1 745
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/ EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,7	5,3	6,1	4,3	3,9	4,0
Maksimum	21,7	19,3	18,4	11,9	11,2	10,8
Mediana	13,7	13,0	12,3	6,2	6,1	6,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(młn PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	43 766
Dług netto	1 679
Inne korekty	835
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,43

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	42%	7,55
DYield-porównawcza	8%	3,70
DCF	50%	7,43
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		7,65

PKN Orlen sprzedaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wskaźnik EV/EBITDA LIFO'17 może wydawać się mało wymagający (5,2x), ale tylko w oderwaniu od faktu, że wyniki 2017 były historycznie rekordowe i w zdecydowanej większości wynikały z ultra korzystnego otoczenia makro. Skalę wrażliwości Orlenu na warunki makro dobrze obrazuje zestawienie ubiegłorocznego zysku EBITDA LIFO w obszarze downstream (ponad 7,8 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 miesiącach kurs Spółki co prawda zareagował w końcu na negatywne tendencje na marżach rafineryjnych i dyferencjale Ural/Brent, ale nadal w naszym scenariuszu normalizacji marż modelowych w tym roku, mnożnik ten rośnie skokowo powyżej 8,5x, 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 przyniósł już spadek EBITDA LIFO r/r i rozczarowanie w segmencie petrochemicznym), a osi dyskusji w kolejnych latach będzie raczej oczekiwane tempo pogarszania się wyników koncernu niż kwestia ustanawiania kolejnych maksimów. Dodatkowym problemem jest też umocnienie złotego do USD i wzrost kursu EUR/USD, który promuje import petrochemikaliów do Europy. W obecnej fazie cyklu ryzykiem może być też wzrost bazy kosztowej (w 2017 koszty pracownicze +0,2 mld PLN r/r), bardzo mocny bilans i relatywnie niskie, w odniesieniu do aktualnie generowanych zysków, nakłady inwestycyjne (niebezpieczeństwo zaangażowania w rządowe mega projekty, szczególnie, że retoryka Zarządu pod tym względem się zmieniała). Utrzymujemy rekomendację sprzedaj dla akcji Orlenu.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO skor.	10 111	7 668	9 591	6 290	6 210
rafineria	6 104	4 549	4 689	1 952	1 574
petchem	3 033	1 776	3 034	2 161	2 592
detal	1 556	1 832	2 049	1 920	1 965
upstream	44	255	293	372	411
energetyka	0	0	139	518	333
koszty ogólne	-626	-744	-613	-633	-665
EV/EBITDA LIFO skor.	5,4	6,8	5,2	8,5	8,9
Efekt LIFO	-1 510	86	788	297	366
Inne zd. jednorazowe	-2 366	1 888	699	0	0
Saldo finansowe	-642	-645	60	-161	-244
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	7,1	5,3	4,9	2,4	1,9
detal EBITDA/tonę	195	224	233	213	214
Przerób ropy mln ton	30,9	29,6	34,8	30,9	30,9
Prod. petchem. (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	95 364	103 852	106 974	119 083	127 439	128 070	128 704	129 410	130 087	130 794	130 794
EBITDA	10 238	6 587	6 576	7 738	7 564	7 583	7 690	7 767	7 786	7 832	7 832
marża EBITDA	10,7%	6,3%	6,1%	6,5%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT	7 817	3 914	3 660	4 594	4 450	4 414	4 484	4 504	4 443	4 385	4 482
Podatek	1 485	744	695	873	846	839	852	856	844	833	852
CAPEX	-4 039	-5 063	-3 950	-3 650	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350
Kapitał obrotowy	-1 345	-2 847	-1 521	-1 971	-750	-94	-94	-105	-100	-105	-105
FCF	3 369	-2 066	410	1 244	2 618	3 300	3 394	3 456	3 491	3 544	3 306
PV FCF	3 369	-1 919	354	998	1 949	2 278	2 169	2 045	1 912	1 797	
WACC	8,1%	7,7%	7,6%	7,6%	7,7%	7,9%	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

107,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

82,84 PLN

-23,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	sprzedaj	82,84 PLN	2018-02-02	
poprzednia	sprzedaj	81,80 PLN	2017-11-29	
Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	+1,8%	-1,1%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	+1,8%	-1,1%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	82,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	46 149,8	Średni obrót 6M	79,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	49 924,8	EV/EBITDA 12M fwd	6,0	+2,1%
Free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Przychody	88 336,0	79 553,0	95 364,0	103 851,5	106 973,9
EBITDA	6 235,0	9 642,0	11 078,0	6 586,9	6 575,9
marża EBITDA	7,1%	12,1%	11,6%	6,3%	6,1%
EBIT	4 340,0	7 532,0	8 657,0	3 913,7	3 659,6
Zysk netto	2 837,0	5 261,0	6 655,0	2 825,8	2 442,3
P/E	16,3	8,8	6,9	16,3	18,9
P/BV	2,1	1,7	1,4	1,4	1,3
EV/EBITDA	8,8	5,4	4,5	8,2	8,4
DPS	1,65	2,13	3,00	3,42	3,30
DYield	1,5%	2,0%	2,8%	3,2%	3,1%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO			-2,6%	+0,5%	+0,7%
Zysk netto			+0,7%	+4,0%	+3,4%
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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	5 354	9 331	8 050	3 027	4 406
CFO/EBITDA LIFO skor.	53%	122%	84%	48%	71%
Capex	3 079	5 033	4 039	5 063	3 950
Kapitał obrotowy	6 654	6 144	7 489	10 336	11 857
Kapitał własny	22 173	26 763	32 197	33 559	34 588
Dług netto	6 810	3 363	761	4 422	5 623
Dług netto/EBITDA (x)	1,1	0,3	0,1	0,7	0,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	5,1	6,3	6,1	2,4	2,3	2,2
Maksimum	23,1	17,8	16,5	12,6	10,6	10,2
Mediana	8,8	10,4	10,7	5,7	6,1	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	38 853
Dług netto	3 877
Inne korekty	-2 522
Wycena DCF na akcję (PLN)	75,88

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	79,96
DCF	50%	75,88
Cena wynikowa		77,92
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		82,84

Energetyka

CEZ

trzymaj (obniżona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klischcz@mbank.pl

Kurs CEZ mimo słabego sentymentu do sektora utilities w Europie (-8% od szczytu z listopada) utrzymuje się blisko swoich średnioterminowych maksimów po wzroście ponad 30% na przestrzeni ostatnich 12 miesięcy. W tym momencie nie widzimy już potencjału do dalszych istotnych wzrostów i obniżamy naszą rekomendację z akumuluj do trzymaj. Jednocześnie korygujemy nieznacznie naszą cenę docelową z uwagi na założony niższy kurs EUR/CZK. Na razie nie korygujemy naszych założeń dla cen energii i clean dark spread na najbliższe lata, mimo że odczyty z ostatnich tygodni są nieco mniej korzystne. Fakt, że wyższe ceny CO₂ nie przekładają się na ceny w kontraktach na energię jest co prawda niepokojący, ale naszym zdaniem za wcześnie, aby wyciągać z tej krótkookresowej tendencji kategoryczne wnioski. Słabość rynku energii może wynikać z wyższej generacji wiatrowej i mniejszego zapotrzebowania z uwagi na łagodniejszą póki co zimę. Dodatkowo, tak wysoki popyt na rynku uprawnień może wynikać z zakupów podmiotów spoza branży energetycznej i trudno wyrokować czy się utrzyma w kolejnych miesiącach. Przypominamy ponadto, że ze względu na politykę zabezpieczeń bieżące notowania energii wpływają na wyniki z opóźnieniem i wciąż aktualny jest nasz scenariusz odwrócenia negatywnego trendu na EBITDA już w tym roku (wyższe wolumeny w elektrowniach jądrowych i wpływ nowych bloków węglowych). Nasza prognoza na tym poziomie jest wyższa od konsensusu o około 7%. Wśród potencjalnych ryzyk na ten rok należy wspomnieć o nierozstrzygniętej kwestii finansowania budowy nowych bloków jądrowych, natomiast katalizatorem wzrostów kursu mogłyby być kolejne rekordy na rynku węgla, których nie zakładamy w scenariuszu bazowym.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	65 065	58 596	52 628	57 129	58 299
EBITDA	65 265	58 206	54 787	57 129	58 299
wytwarzanie	31 354	25 403	21 758	23 823	25 261
wydobycie	4 321	4 413	4 510	4 656	4 719
dystrybucja	20 082	20 386	20 135	20 791	20 346
obrót	6 898	5 489	4 522	5 046	5 073
pozostałe	2 610	2 515	3 861	2 813	2 900
Saldo finansowe	-2 066	-6 786	-1 167	-4 925	-5 281
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	119,8	132,7	132,4
WRA w mld CZK	107,1	110,5	114,0	120,9	127,8
zwrot na WRA (EBIT)	11,9%	13,0%	12,2%	11,8%	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	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
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	203 860	206 523	212 083	223 172	223 194	224 809	225 924	226 997	228 079	229 170	229 170
EBITDA	58 376	60 807	62 070	64 609	63 180	62 677	63 089	63 542	63 971	64 230	64 230
marża EBITDA	28,6%	29,4%	29,3%	29,0%	28,3%	27,9%	27,9%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
EBIT	24 410	26 579	27 644	29 535	28 675	27 662	27 497	27 868	28 022	27 973	31 029
Podatek	5 126	5 581	5 805	6 202	6 021	5 807	5 771	5 848	5 880	5 868	5 771
CAPEX	-35 513	-34 963	-34 663	-34 463	-33 300	-33 272	-33 201	-33 084	-32 919	-32 707	-33 201
Kapitał obrotowy	160	-531	-1 109	-2 212	-4	-322	-222	-214	-216	-218	-216
FCF	17 897	19 732	20 492	21 732	23 855	23 276	23 894	24 396	24 956	25 437	25 041
PV FCF	17 897	18 653	18 311	18 352	19 037	17 549	17 015	16 402	15 834	15 224	
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

530,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

532,50 CZK

+0,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	532,50 CZK	2018-02-02	
poprzednia	akumuluj	548,60 CZK	2017-12-01	
Podstawowe dane		CEZ CP	vs. WIG	
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	+6,7%	+3,9%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+6,7%	+3,9%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	171,3 mln CZK	
MC (mld CZK)	285,1	Średni obrót 6M	170,6 mln CZK	
EV (mld CZK)	434,0	EV/EBITDA 12M fwd	8,0	+18,9%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	6,8	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	210 167,0	203 744,0	203 859,8	206 522,8	212 083,4
EBITDA	65 265,0	58 206,0	54 787,0	57 128,8	58 299,3
marża EBITDA	31,1%	28,6%	26,9%	27,7%	27,5%
EBIT	28 961,0	26 114,0	24 410,1	26 578,5	27 644,4
Zysk netto	20 739,0	14 281,0	19 160,8	16 210,2	16 741,2
P/E	13,7	20,0	14,9	17,6	17,0
P/BV	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA	6,5	7,4	7,9	7,6	7,5
DPS	39,61	39,64	33,00	32,05	27,12
DYield	7,5%	7,5%	6,2%	6,0%	5,1%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			+0,1%	-2,6%	-2,7%
Zysk netto			+4,8%	-8,4%	-8,2%
Energia (EUR/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
EUR/CZK			0,0%	-2,3%	-2,3%
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	53 779	53 846	54 360
CFO/EBITDA	111%	84%	98%	94%	93%
Capex	31 909	35 553	35 513	34 963	34 663
Kapitał obrotowy	30 852	40 832	40 672	41 203	42 312
Kapitał własny	267 893	256 812	258 219	257 185	259 337
Dług netto	131 899	140 886	144 327	146 627	145 821
Dług netto/EBITDA (x)	2,0	2,4	2,6	2,6	2,5

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	487 188
Dług netto	160 425
Inne korekty	-50 092
Wycena DCF na akcję (CZK)	514,27

Wycena

(CZK)	waga	cena
Porównawcza	33%	308,44
DYield-porównawcza	17%	866,61
DCF	50%	514,27
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		532,50

Enea akumuluj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W ostatnich miesiącach kurs Enei, podobnie jak cały polski sektor, znajdował się pod presją. Czynniki, które ciążyły można wymienić co najmniej kilka (słaby MSCI Utilities EU, wyczekiwanie na decyzję w sprawie atomu, Ostrołęka C, zmiany w statucie), ale wydaje się że kluczowym były obawy o ceny energii i clean dark spread w kontekście drożającego CO₂ i planowanych uruchomień nowych bloków, w kontekście rozczarowującej kontraktacji sektora na rok 2018. Tymczasem w naszej opinii wciąż istnieje większe ryzyko pozytywnych zaskoczeń dla roku 2019 w tym zakresie. Cena energii 1Y oscyluje wokół 180 PLN/MWh przy CO₂ na poziomie 9 EUR/t, podczas gdy w bazowym scenariuszu przyjęliśmy odpowiednio 162 PLN/MWh i 8 EUR/t, co oznacza niższy spread o 15 PLN/MWh. Zwracamy uwagę, że Spółka ma jeden z najniższych wskaźników emisyjności w sektorze (0,8 t/MWh) i najwyższy udział własnego paliwa w wytwarzaniu, co stawia ją relatywnie w korzystniejszym położeniu od PGE czy TPE. Uważamy też, że uruchamianie w kolejnych latach bloki w Jaworznie i Opolu nie będą miały tak destrukcyjnego wpływu na ceny jak Kozienice czy Płock w roku ubiegłym („niewrażliwe” na rynkowe ceny węgla). W tym kontekście utrzymujemy rekomendację akumuluj, nieznacznie zmieniając wycenę na 12,98 PLN. Waluacja na poziomie 4,2x EV/EBITDA'18 nie jest zbyt wymagająca, szczególnie że po kilku latach ujemnych FCF w 2018 roku Spółka powinna już generować dodatnie przepływy, co przemawia za utrzymaniem dywidendy. Wśród ewentualnych pozytywnych katalizatorów należy wymienić potencjalną rezygnację z Ostrołęki C oraz większe od zakładanego rozwodnienie kosztów po uruchomieniu nowego bloku w Kozienicach czy kolejne podwyżki na lokalnym rynku węgla.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	1 972	2 520	2 695	2 922	2 854
EBITDA	2 130	2 328	2 680	2 922	2 854
wytwarzanie	895	517	796	1 019	899
wydobycie	114	609	721	715	711
dystrybucja	1 139	1 111	1 063	1 093	1 146
obrót	126	154	158	165	169
pozostałe	-187	-67	-57	-70	-70
Saldo finansowe	-247	-51	-54	-235	-282
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	9,3	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%

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	11 451	12 287	12 241	12 200	11 813	11 945	12 152	12 420	12 563	12 671	12 671
EBITDA	2 680	2 922	2 854	2 703	3 000	3 037	3 158	3 352	3 395	3 417	3 417
marża EBITDA	23,4%	23,8%	23,3%	22,2%	25,4%	25,4%	26,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
EBIT	1 511	1 548	1 450	1 283	1 553	1 558	1 609	1 728	1 730	1 772	1 312
Podatek	287	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	101	-75	-118	-57	41	-14	-22	-28	-15	-11	-15
FCF	-1 394	217	89	-407	-104	73	633	926	946	923	1 047
PV FCF	-1 394	203	78	-336	-81	53	437	602	578	530	
WACC	6,6%	6,7%	6,7%	6,4%	6,2%	6,1%	6,1%	6,3%	6,4%	6,5%	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%

Cena bieżąca

11,07 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,98 PLN

+17,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	12,98 PLN	2018-02-02	
poprzednia	akumuluj	12,82 PLN	2018-01-05	
Podstawowe dane			ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	-3,7%	-6,6%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-3,7%	-6,6%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	9,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 886,8	Średni obrót 6M	7,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 744,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,0	-22,2%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	9 848,4	11 255,7	11 450,6	12 286,9	12 240,5
EBITDA	2 129,9	2 327,8	2 680,4	2 922,0	2 853,6
marża EBITDA	21,6%	20,7%	23,4%	23,8%	23,3%
EBIT	-162,1	1 119,3	1 510,9	1 547,8	1 449,8
Zysk netto	-434,9	784,4	1 085,3	934,6	820,5
P/E	-	6,2	4,5	5,2	6,0
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	4,5	4,3	4,4	4,1	4,4
DPS	0,47	0,00	0,25	0,37	0,32
DYield	4,3%	0,0%	2,3%	3,3%	2,9%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			+3,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			+9,5%	+0,3%	+0,4%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO ₂ (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	2 206	2 424	2 504	2 577	2 495
CFO/EBITDA	104%	104%	93%	88%	87%
Capex	2 847	2 688	2 514	2 336	2 371
Kapitał obrotowy	1 159	1 132	1 031	1 106	1 224
Kapitał własny	11 338	12 176	13 151	13 922	14 603
Dług netto	3 932	4 379	5 929	6 086	6 384
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	1,9	2,2	2,1	2,2

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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	11 816
Dług netto	4 490
Inne korekty	-1 983
Wycena DCF na akcję (PLN)	12,10

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	25,35
DYield-porównawcza	0%	7,24
DCF	100%	12,10
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		12,98

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. Nadal dostrzegamy wysokie prawdopodobieństwo przeformatowania projektu Ostrołęka C (np. na mniejszą jednostkę szczytową opalaną gazem) z uwagi na wysokie oferty złożone w przetargu i zmiany w modelu rynku mocy (większe ryzyko ceny za moc dla tego bloku), co będzie mocno utrudniać domknięcie modelu finansowego dla wehikułu SPV. W naszym modelu uwzględniamy ten projekt i generuje on około 0,5 mld PLN ujemnego NPV, tak więc jego zamrożenie uwolniłoby nawet 1,2 PLN dodatkowej wartości w przeliczeniu na akcję. Tymczasem aktualne wyniki finansowe Spółki zaskakują in plus na tle branży (wstępne dane za 4Q implikują podniesienie naszych szacunków EBITDA o 6,5%), a perspektywa na 2018 również wygląda obiecująco z uwagi na zakładaną mocną poprawę w segmencie obrotu (nowelizacja ustawy o OZE i wypowiedzenie umów z farmami wiatrowymi). W najbliższych latach prawie 90% strumienia EBITDA będzie generowane przez bezpieczne segmenty „utilities”, co nie współgra z bardzo niskimi wskaźnikami EV/EBITDA. Utrzymujemy rekomendację kupuj. Ryzykiem dla naszego zalecenia byłaby ewentualna decyzja o budowie Ostrołęki C po wysokiej cenie zaproponowanej przez konsorcjum PXM (ryzyko polityczne) lub włączenie Energi do konsorcjum „atomowego”.

Cena bieżąca

12,21 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

15,20 PLN

+24,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	15,20 PLN	2018-02-02
poprzednia	kupuj	14,97 PLN	2018-01-05
Podstawowe dane		ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	-4,1% -7,0%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	-4,1% -7,0%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	11,0 mln PLN
MC (mln PLN)	5 055,8	Średni obrót 6M	14,3 mln PLN
EV (mln PLN)	9 602,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,6 -9,7%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,0 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	10 804,0	10 181,0	10 574,8	10 787,0	10 888,6
EBITDA	2 213,0	2 027,0	2 168,0	2 235,5	2 286,5
marża EBITDA	20,5%	19,9%	20,5%	20,7%	21,0%
EBIT	1 280,0	487,0	1 240,0	1 248,7	1 275,4
Zysk netto	832,0	151,0	829,0	818,5	809,4
P/E	6,1	33,5	6,1	6,2	6,2
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,1	4,8	4,4	4,3	4,2
DPS	1,44	0,49	0,19	0,30	0,30
DYield	11,8%	4,0%	1,6%	2,5%	2,4%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		+6,5%	+1,8%	+1,1%	
Zysk netto		+12,2%	+2,5%	+1,2%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
CO2 (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	2 090	2 040	2 099	2 235	2 287
EBITDA	2 213	2 027	2 168	2 235	2 287
wytwarzanie konw./CHP	164	195	242	180	171
OZE	228	119	164	162	164
dystybucja	1 688	1 720	1 723	1 677	1 732
obróć	172	40	85	269	273
pozostałe	-39	-48	-46	-53	-54
Saldo finansowe	-228	-282	-204	-231	-269
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%	8,2%	7,5%	7,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	1 604	1 782	2 028	2 011	2 080
CFO/EBITDA	72%	88%	94%	90%	91%
Capex	1 602	1 580	1 581	1 561	1 836
Kapitał obrotowy	1 398	1 608	1 548	1 579	1 594
Kapitał własny	8 770	8 777	9 527	10 220	10 906
Dług netto	3 879	4 664	4 497	4 409	4 562
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	2,3	2,1	2,0	2,0

Analiza porównawcza

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

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Energia (PLN/MWh)	160,0	166,0	162,3	160,3	146,7	146,7	146,7	148,7	148,7	148,7	148,7
Węgiel (PLN/t)	204,0	224,4	216,0	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9
CO2 (EUR/t)	5,8	8,0	9,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Przychody	10 575	10 787	10 889	11 037	10 894	11 084	11 274	11 376	11 430	11 485	11 485
EBITDA	2 168	2 235	2 287	2 270	2 298	2 330	2 481	2 596	2 598	2 643	2 623
marża EBITDA	20,5%	20,7%	21,0%	20,6%	21,1%	21,0%	22,0%	22,8%	22,7%	23,0%	22,8%
EBIT	1 240	1 249	1 275	1 230	1 222	1 216	1 288	1 381	1 398	1 456	1 168
Podatek	253	237	242	234	232	231	245	262	266	277	222
CAPEX	-1 581	-1 561	-1 836	-2 190	-2 248	-2 063	-1 624	-1 450	-1 455	-1 463	-1 455
Kapitał obrotowy	60	-31	-15	-22	21	-28	-28	-15	-8	-8	-15
FCF	394	406	194	-175	-161	8	584	869	870	896	931
PV FCF	394	378	168	-141	-121	6	381	528	491	469	0
WACC	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	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	10 776
Dług netto	4 666
Inne korekty	-210
Wycena DCF na akcję (PLN)	14,25

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	24,80
DYield-porównawcza	0%	5,61
DCF	100%	14,25
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		15,20

PGE akumuluj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Strategia dla ciepłownictwa, wbrew naszym oczekiwaniom, stała się negatywnym katalizatorem i obudziła dawne sektorowe „demony” zwiększonych inwestycji o niskim poziomie IRR. Zwracamy jednak uwagę, że ten wyższy CAPEX to dopiero perspektywa 2025-30, tak więc duża część tych projektów ma na razie charakter wirtualny. Tymczasem w krótkim terminie Spółka powinna powrócić do generowania dodatnich przepływów (po 4 latach ujemnych FCF), a tegoroczny konsensus EBITDA może zostać przekroczony o co najmniej 5%. Liczymy również, że PGE zaskoczy w ciągu roku poziomem synergii na przejęciu aktywów EDF, szczególnie że asekuracyjnie założyliśmy pogorszenie wyników EDF Polska o 6% r/r (efekt droższego węgla). Potencjalnym źródłem pozytywnych odchyleń może być także ostatecznie wyższy wolumen w węglu brunatnym (po nieplanowanych awariach w końcu 2017) i OZE oraz większa skala kapitalizacji kosztów w kopalniach (relatywnie niska baza 2017). Katalizatorem może być także planowane na początek roku ogłoszenie przez ME projektu systemu wsparcia kogeneracji, a także ewentualne rozwodnienie udziału PGE w projekcie atomowym (obecnie Spółka ma 70%, ale coraz głośniejszy mówi się o zmianie formuły finansowania i dołączeniu nowych inwestorów spoza branży). Nadal dużą niewiadomą pozostaje cena energii na rok 2019. Rynek nerwowo zareagował na ostatnią korektę w otoczeniu rosnących cen CO₂, ale zalecamy ostrożność w wyciąganiu kategoriycznych wniosków z tych krótkoterminowych wahań. W modelu przyjęliśmy konserwatywne założenia dla wytwarzania na rok 2019 i wciąż aktualnie implikowany CDS'19 jest wyższy. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj, nieznacznie podnosząc wycenę do 13,30 PLN.

Cena bieżąca

11,87 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

13,30 PLN

+12,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	13,30 PLN	2018-02-02	
poprzednia	akumuluj	13,20 PLN	2017-12-01	
Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-1,5%	-4,4%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-1,5%	-4,4%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	25,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	22 194,3	Średni obrót 6M	24,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	31 787,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,5	-10,3%
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	23 492,5	25 329,4	25 889,4
EBITDA	8 228,0	7 376,0	7 714,2	7 564,2	7 290,0
marża EBITDA	28,8%	26,3%	32,8%	29,9%	28,2%
EBIT	-3 589,0	3 512,0	3 836,2	4 233,3	3 637,1
Zysk netto	-3 032,0	2 568,0	2 938,3	3 038,2	2 479,7
P/E	-	8,6	7,6	7,3	9,0
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	3,0	3,7	4,1	4,4	4,5
DPS	0,78	0,25	0,00	0,00	0,00
DYield	6,6%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-2,4%	-1,3%	-0,1%
Zysk netto			-27,0%	-10,8%	-10,6%
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.	7 466	6 124	6 595	7 564	7 290
EBITDA	8 228	7 376	7 714	7 564	7 290
wytwarzanie	4 698	4 182	4 132	4 052	3 742
OZE	391	365	362	395	397
dystribucja	2 461	2 230	2 364	2 386	2 418
obróć	610	500	781	659	661
pozostałe	68	99	75	72	72
Saldo finansowe	-167	-238	-239	-421	-516
Produkcja energii TWh	55,6	53,7	67,8	68,2	78,4
w tym OZE	2,2	2,4	2,6	2,6	2,6
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	19,4	16,1	15,9
WRA w mld PLN	14,6	15,1	15,6	15,7	15,8
zwrot na WRA (EBIT)	9,5%	7,3%	7,7%	7,9%	8,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	6 777	6 391	7 597	6 622	6 631
CFO/EBITDA	82%	87%	98%	88%	91%
Capex	8 606	7 935	6 780	7 446	5 844
Kapitał obrotowy	3 388	3 325	2 781	2 998	3 064
Kapitał własny	40 321	42 679	45 617	48 655	51 135
Dług netto	2 304	4 909	8 718	9 963	9 691
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,7	1,1	1,3	1,3

Analiza porównawcza

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

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Energia (PLN/MWh)	160,0	166,0	162,3	160,3	146,7	146,7	146,7	148,7	148,7	148,7	148,7
Węgiel (PLN/t)	204,0	224,4	216,0	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9
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	23 493	25 329	25 889	26 368	24 747	25 006	25 273	25 823	26 107	26 353	26 353
EBITDA	7 714	7 564	7 290	7 146	7 348	7 341	7 313	7 495	7 520	7 497	7 497
marża EBITDA	32,8%	29,9%	28,2%	27,1%	29,7%	29,4%	28,9%	29,0%	28,8%	28,5%	28,5%
EBIT	3 836	4 233	3 637	3 249	3 301	3 155	2 983	2 998	2 837	2 904	3 456
Podatek	729	804	691	617	627	599	567	570	539	552	657
CAPEX	-6 780	-7 446	-5 844	-4 251	-4 091	-4 039	-3 938	-3 989	-4 041	-4 094	-4 041
Kapitał obrotowy	544	-217	-66	-57	192	-31	-32	-65	-34	-29	-34
FCF	-3 637	-904	689	2 222	2 822	2 672	2 777	2 871	2 906	2 823	2 766
PV FCF	-3 637	-838	591	1 763	2 067	1 804	1 729	1 648	1 538	1 377	
WACC	8,0%	7,9%	8,0%	8,1%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	30 807
Dług netto	4 909
Inne korekty	-2 588
Wycena DCF na akcję (PLN)	12,47

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	20,90
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	12,47
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		13,30

Tauron trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Na przestrzeni ostatnich miesięcy przy słabym sentymencie do całej branży kurs TPE zachowywał się słabiej od indeksu WIG-Energetyka i uważamy, że było to uzasadnione. Ryzyko spadku poziomu clean dark spreadu w tym roku może bowiem na wynikach Tauronu być uwidacznione szczególnie, relatywnie mocniej niż u najbliższych konkurentów. 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. Wyższe podwyżki cen węgla (+10-15%), które nie zostały odzwierciedlone w notowaniach energii również mogą obciążyć wyniki TPE 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). Ubiegłoroczne rozczarowanie w segmencie wydobywania 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 (4,8x), 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 wydobywania na wyższym poziomie, a jednocześnie powróciłyby lepsze odczyty w notowaniach energii na TGE.

Cena bieżąca

3,08 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,38 PLN

+9,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	3,38 PLN	2018-02-02
poprzednia	trzymaj	3,23 PLN	2017-12-01
Podstawowe dane			
			TPE PW vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	+1,0% -1,9%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	+1,0% -1,9%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	10,6 mln PLN
MC (mln PLN)	5 397,9	Średni obrót 6M	10,3 mln PLN
EV (mln PLN)	15 236,3	EV/EBITDA 12M fwd	4,7 -3,8%
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	17 497,0	17 995,1	18 147,8
EBITDA	3 523,2	3 336,8	3 619,6	3 487,1	3 429,1
marża EBITDA	19,3%	18,9%	20,7%	19,4%	18,9%
EBIT	-1 901,2	801,5	1 883,7	1 793,9	1 602,4
Zysk netto	-1 807,4	367,5	1 462,7	1 194,2	955,3
P/E	-	14,7	3,7	4,5	5,7
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,7	4,2	4,2	4,8	5,1
DPS	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			+0,6%	+1,0%	+0,8%
Zysk netto			+3,7%	+0,6%	+0,8%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	3 533	3 374	3 472	3 487	3 429
EBITDA	3 523	3 337	3 620	3 487	3 429
wytwarzanie	755	545	458	279	182
wydobycie	9	-82	-41	180	106
distribucja	2 372	2 395	2 337	2 444	2 546
obróć	380	490	829	562	570
pozostałe	7	-11	37	23	24
Saldo finansowe	-287	-293	-68	-301	-408
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	16,5
zwrot na WRA (EBIT)	9,2%	8,9%	7,9%	8,5%	8,6%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	3 387	3 064	3 283	3 174	3 186
CFO/EBITDA	96%	92%	91%	91%	93%
Capex	3 974	3 647	4 366	4 229	3 531
Kapitał obrotowy	706	517	503	517	521
Kapitał własny	16 018	16 649	18 052	19 186	20 081
Dług netto	7 774	8 595	9 809	11 226	12 040
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	2,6	2,7	3,2	3,5

Analiza porównawcza

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

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Energia (PLN/MWh)	160,0	166,0	162,3	160,3	146,7	146,7	146,7	148,7	148,7	148,7	148,7
Węgiel (PLN/t)	204,0	224,4	216,0	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9	204,9
CO2 (EUR/t)	5,8	8,0	9,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Przychody	17 497	17 995	18 148	18 556	18 260	18 514	18 772	19 118	19 387	19 596	19 596
EBITDA	3 620	3 487	3 429	3 676	3 936	4 004	4 073	4 185	4 258	4 244	4 244
marża EBITDA	20,7%	19,4%	18,9%	19,8%	21,6%	21,6%	21,7%	21,9%	22,0%	21,7%	21,7%
EBIT	1 884	1 794	1 602	1 886	2 064	2 075	2 093	2 150	2 162	2 191	1 550
Podatek	358	341	304	358	392	394	398	408	411	416	294
CAPEX	-4 366	-4 229	-3 531	-2 670	-2 730	-2 701	-2 662	-2 669	-2 694	-2 693	-2 694
Kapitał obrotowy	14	-14	-4	-12	8	-7	-7	-10	-8	-6	-8
FCF	-1 091	-1 097	-411	636	823	902	1 006	1 097	1 146	1 128	1 248
PV FCF	-1 075	-1 021	-362	528	642	661	691	703	685	628	
WACC	6,1%	5,9%	5,8%	6,0%	6,3%	6,5%	6,8%	7,1%	7,3%	7,4%	7,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	14 950
Dług netto	8 595
Inne korekty	-807
Wycena DCF na akcję (PLN)	3,17

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	7,61
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	3,17
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		3,38

Telekomunikacja, media, IT

Spółka	MCap	EV	Dług netto	DN/ EBITDA	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
					2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Ailleron	216	210	4,2	0,3	101	117	126	16,7	20,4	23,3	9,5	12,1	14,4	8,9	10,4	12,5
Asseco BS	936	965	47,3	0,7	213	254	265	73,9	86,3	93,8	60,1	69,0	75,9	47,9	56,2	61,8
Asseco PL	3 786	7 342	447,5	0,4	7 724	8 882	9 086	933,2	1 054,4	1 078,0	643,9	749,6	771,6	595,9	248,7	235,8
Asseco SEE	677	609	-35,0	-0,3	574	597	625	105,4	109,7	114,5	65,3	68,3	71,2	53,6	55,4	57,7
Atende	176	188	17,5	1,2	237	265	284	23,4	27,7	30,9	17,0	21,1	24,3	11,5	14,0	15,8
Comarch	1 440	1 391	-18,5	-0,1	1 100	1 216	1 327	113,1	149,4	172,2	52,0	87,5	109,4	48,9	61,0	79,1
Wasko	197	159	-16,3	-0,8	235	307	348	20,6	30,1	35,6	7,3	16,8	22,3	5,7	12,9	17,2

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/ EBITDA			EV/ Sales			PEG Ratio		
	aktualne	zmiana				2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Ailleron	N	-	-	17,50	-1,7%	24,3	20,7	17,3	12,6	9,9	8,1	2,1	1,7	1,5	1,4	1,1	1,0
Asseco BS	N	-	-	28,00	+3,7%	19,5	16,6	15,1	13,1	11,2	10,2	4,5	3,8	3,6	1,5	1,2	1,1
Asseco PL	UW	▼	44,00	45,62	+3,7%	6,4	15,2	16,1	7,9	6,9	6,8	1,0	0,8	0,8	-0,8	-1,9	-2,0
Asseco SEE	OW	-	-	13,05	+0,4%	12,6	12,2	11,7	5,8	5,4	5,0	1,1	1,0	0,9	3,3	3,2	3,1
Atende	OW	-	-	4,84	+18,3%	15,2	12,5	11,2	8,1	7,0	6,5	0,8	0,7	0,7	1,1	0,9	0,8
Comarch	N	▼	180,00	177,00	-6,8%	29,4	23,6	18,2	12,3	9,5	8,2	1,3	1,2	1,1	7,2	5,8	4,5
Wasko	OW	-	-	2,16	-8,9%	34,8	15,3	11,4	7,7	5,5	4,7	0,7	0,5	0,5	0,2	0,1	0,1
Mediana						19,5	15,3	15,1	8,1	7,0	6,8	1,1	1,0	0,9	1,4	1,1	1,0

Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważanie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie

Ailleron

Nasz top pick z 2017, po wzroście +109% LTM. Ailleron proponuje bardzo ciekawe rozwiązanie LiveBank (wirtualny oddział banku), które zostało docenione przez szereg banków globalnie, np. w czerwcu Ailleron podpisał umowę z bankiem Citi dla 16 krajów. Obecnie spółka realizuje wdrożenia LiveBanku i próbuje zwiększyć skalę u obecnych klientów. Dynamika wyników na 2018 r. jest wysoka (+18% na linii netto, +22% na linii EBITDA), jednak poziom wskaźników dla spółki jest także dość wysoki: P/E'18 = 20,8x, EV/EBITDA'18 = 10,0x. Stąd obecnie mamy neutralne podejście, przy czym spółka pozostaje dla nas bardzo ciekawa pod względem oferowanych produktów.

Asseco Business Solutions

ABS zwiększył organicznie wyniki o blisko 30% w okresie 2015-17, dzięki zbudowaniu nogi zagranicznej. Inwestorzy liczą obecnie na podpisanie kolejnych kontaktów, jak z Bacardi na rozwiązanie Mobile Touch. Jednak od ogłoszenia negocjacji minęło już kilka miesięcy, a organiczny wzrost wyników wyraźnie zwolnił (w 4Q'17 EBITDA organiczna, bez Macrologic tylko +1,5% R/R). W 2018 r. spodziewamy się dużej poprawy wyników, o 16,7%/16,5%/17,3% na liniach EBITDA/EBIT/netto. Jednak gros wiąże się z konsolidacją przejętej w 2017 r. spółki Macrologic. Po oczyszczeniu wzrosty prezentują się mniej optymistycznie, tj. +8,1%/+8,2%/+10,8% odpowiednio, a wskaźniki dla ABS na 2018 r. są dość wysokie (P/E 17,2x, EV/EBITDA 11,5x). Stąd obecnie mamy neutralne nastawienie. Nasze prognozy mogą ulec podwyższeniu w przypadku podpisania zagranicznych kontraktów.

Asseco South Eastern Europe

ASEE pomimo wzrostów notowań o >28% LTM, wciąż jest notowane na atrakcyjnych wskaźnikach, z wyraźnym dyskontem do spółek porównywalnych: P/E'18 = 12,4x, EV/EBITDA'18 = 5,9x. Spółka wykazuje dość niskie wzrosty wyników (tj. + 4-5% R/R), jednak pozytywnie podchodzimy do pomysłu wydzielenia segmentu płatności, co powinno przełożyć się na wzrosty wyceny giełdowej (spółki zajmujące się płatnościami odznaczają się istotnie wyższymi wskaźnikami wyceny vs. integratorzy). Walory ASEE dają także ekspozycję na poprawę makro w krajach bałkańskich i dość wysoką dywidendę (DivYield'18 = 3,9%).

Atende

Nasz faworyt wśród spółek IT o mniejszej kapitalizacji. Atende jest notowane na = 10,3x, wykaże podwojenie wyników w 4Q'17 i >20% w 2018 r., częściowo przez rozpoznanie zysków z kontraktu RCZSiUT. Atende ma ekspozycję na trudny obecnie sektor publiczny. Jednak Atende współpracuje głównie z jednostkami samorządowymi i szpitalami, realizuje wiele kontaktów o dość małej skali. Stąd jego ryzyko biznesowe jest mniejsze niż w przypadku spółek realizujących głównie kilka bardzo dużych kontraktów. Atende wykazuje DivYield na poziomie 4,5% i ma mocną pozycję bilansową (dług netto ok. 0 PLN na koniec 2017 r.)

Wasko

Wasko nie wykazuje ponadprzeciętnych wzrostów (w 4Q'17 zysk EBITDA + 8,5%) i jest notowane na dość wysokich wskaźnikach, tj. EV/EBITDA'17 = 7,9x i P/E'17 = 36,1x. Pomimo tego mamy pozytywne podejście do spółki. Sytuacja na części organicznej poprawia się. Do Zarządu weszło w styczniu'18 dwóch nowych członków, pracujących wcześniej w ramach Wasko przez długi okres. Dodatkowo, Wasko w konsorcjum z Nokią, Pozbudem i Herkulesem wygrało bardzo duży przetarg (2,3 mld PLN netto dla wszystkich, ok. 500 mln PLN netto dla Wasko), a KIO w styczniu'18 odrzuciło odwołania do wyników postępowania. Stąd uważamy, że Wasko ma szansę na istotny poziom wzrostu wyników od 2018 r. (spodziewamy się pierwszy efektów kontaktu w 3/4Q'18). W 2019 r. zysk netto powinien wynieść ok. 36 mln PLN, co implikuje atrakcyjne P/E'19 = 11,9x.

Netia redukuje (obniżona)

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 udziały w Netii (po wezwaniu do 66% kolejne 34% pozostanie w obrocie giełdowym), o ile zostanie przeprowadzone. Nasz model finansowy aktualizujemy o efekty synergii zapowiedziane przez Cyfrowy Polsat na początku grudnia'17. Zaktualizowana cena docelowa za jeden walor Netii wynosi 4,60 PLN, co implikuje 13% spadku i negatywne zalecenie inwestycyjne. Cena w ewentualnym wezwaniu do 100% (czyli na pozostałe 34% akcji) może osiągnąć 5,77 PLN, z drugiej strony Cyfrowy Polsat może pozostać na 66% udziale. CPS zapowiedział już, że nie planuje dywidendy z Netii. Co więcej, sądzymy, że cały generowany przez Netię CFO będzie w całości konsumowany na modernizację i rozbudowę sieci. Prognozujemy ujemny FCFE w latach 2018-20. Co więcej, 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. Stąd inwestorzy powinni brać pod uwagę ryzyko powyższego scenariusza.

Cena bieżąca

5,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,60 PLN

-13,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuj	4,60 PLN	2018-02-02	
poprzednia	trzymaj	4,00 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane			NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-1,5%	-4,4%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-1,5%	-4,4%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 786,3	Średni obrót 6M	1,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 090,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,3	+40,2%
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	1 438	1 393	1 371
EBITDA	449	426	385	355	346
marża EBITDA	28,6%	28,0%	26,8%	25,5%	25,2%
EBIT	28	25	73	60	57
Zysk netto	2	33	54	37	31
P/E	807,2	54,9	32,8	48,2	58,2
P/BV	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	4,5	4,7	5,4	6,1	6,5
DPS	0,60	0,39	0,38	0,00	0,00
DYield	11,3%	7,4%	7,2%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			+0,3%	0,0%	0,0%
EBITDA			+0,4%	+0,3%	+4,0%
EBIT			-8,0%	-13,6%	-10,6%
Zysk netto			-2,9%	-13,5%	-13,1%
CAPEX			+12,7%	+0,5%	+17,2%

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	1 438	1 393	1 371
bezpośrednie usługi głos.	549	471	405	362	333
transmisja danych	659	659	617	616	613
rozł. międzyop. i hurt.	193	209	234	228	234
inne	171	183	183	187	191
Koszty sprzedaży	295	294	276	284	285
Koszty ogół. zarządu	146	149	144	144	145
EBIT	28	25	73	60	57
marża	1,8%	1,7%	5,1%	4,3%	4,2%
Zysk netto	2,2	32,6	54,4	37,0	30,7

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 438	1 393	1 371	1 367	1 383	1 411	1 445	1 483	1 529	1 581	1 581
EBITDA	385	355	346	353	366	374	382	392	406	423	423
marża EBITDA	26,8%	25,5%	25,2%	25,8%	26,5%	26,5%	26,4%	26,4%	26,5%	26,7%	26,7%
Amortyzacja	312	295	289	286	288	293	298	304	312	287	287
EBIT	73	60	57	67	78	81	84	87	93	136	136
Podatek	14	11	11	13	15	15	16	17	18	26	26
NOPLAT	59	49	46	54	63	66	68	71	76	110	110
CAPEX	-363	-385	-382	-381	-190	-194	-198	-204	-210	-217	-217
Kapitał obrotowy	35	-30	-1	0	0	0	1	1	1	-5	-5
FCF	43	-71	-47	-41	162	165	168	172	179	175	175
PV FCF	43	-67	-41	-33	123	116	110	104	100	90	
WACC	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	7,4%	7,7%	8,0%	8,2%	8,2%	8,2%	
Dług netto / EV	14,6%	17,8%	20,2%	22,3%	17,3%	11,5%	4,8%	0,0%	0,0%	0,0%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	497	442	406	317	340
CFO/EBITDA	111%	104%	105%	89%	98%
Capex	-438	-209	-322	-385	-382
Aktywa ogółem	2 689	2 450	2 417	2 552	2 696
Kapitał własny	2 036	1 896	1 779	1 816	1 847
Dług netto	253	204	304	387	450
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	0,5	0,8	1,1	1,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	40,6	90,4	39,2	9,4	9,5	9,5
Maksimum	9,1	8,7	7,3	3,8	3,7	3,6
Mediana	15,3	13,7	12,8	6,1	6,0	5,6
waga	13%	23%	15%	13%	23%	15%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 649
Dług netto	204
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,29

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	4,39
DCF	50%	4,29
cena wynikowa		4,34
koszt kapitału 9M		6,2%
cena docelowa za 9M		4,60

Orange Polska kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Orange Polska w ciągu ostatniego roku wzmocniły się o ponad 11%. Orange Polska pozostaje naszym faworytem w sektorze telekomunikacyjnym na 2018 r., tym samym podtrzymujemy nasze niekonsensusowe podejście. Zarząd zapowiedział cięcie kosztów we wrześniu'17 i szybko potwierdził wiarygodność planów: w wynikach 3Q-4Q'17 obserwujemy znaczny spadek kosztów sprzedaży, co spółka powinna powtórzyć w 4Q'17, notując lepsze dynamiki EBITDA vs. CPS i PLY. Zarządowi Orange Polska udało się wynegocjować redukcję etatów aż o 2 700 osób w latach 2018-19. Obecnie Orange Polska jest notowane na EV/EBITDA'17 = 4,8x, z ok. 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 zrekomensować ponad 1/3 nakładów na sieć, co może zmienić negatywne podejście rynku do projektu FTTH.

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

5,92 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,30 PLN

+23,3%

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

Podstawowe dane		OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	+2,2% -0,6%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	+2,2% -0,6%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	10,5 mln PLN
MC (mln PLN)	7 767,0	Średni obrót 6M	13,4 mln PLN
EV (mln PLN)	14 528,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,8 +4,1%
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 skor.	3 431	3 163	2 877	3 069	3 217
marża EBITDA	29,0%	27,4%	25,3%	27,2%	28,3%
EBIT	572	-1 354	305	647	921
Zysk netto	254	-1 746	-7	299	545
P/E	30,6	-	-	25,9	14,3
P/BV	0,6	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	3,4	4,6	5,0	4,8	4,3
DPS	0,50	0,25	0,00	0,00	0,00
DYield	8,4%	4,2%	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

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

Play trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Play ogłosił w ramach IPO dywidendę 650 mln PLN w 2018 r., co oznacza wypłatę aż 97% FCFE na 2017 r. i przy obecnym poziomie notowań implikuje 7,7% DYieldu. Konsensus na wypłatę w latach 2019/2020 wynosi 682/749 mln PLN, co implikuje 5,0%/9,7% wzrostu R/R. Sądzymy, że powyższe założenia są mało realne. Naszym zdaniem Play wypłaci 75% FCFE (górny przedział podawany przez Zarząd w ramach IPO), co implikuje 2,56 PLN na lata 2019/20 (-4,8% i -13,2% vs. oczekiwania rynku), ale także powzięcie dodatkowego finansowania na ok. 0,7 mld PLN w latach 2019-20 i wskaźnik długu netto/EBITDA rzędu 2,5x w 2020 r. Taki poziom zadłużenia jest akceptowalny, ale wysoki patrząc na: (1) niższe zalewarowanie konkurencji (1,6x Orange Polska i 1,8x Cyfrowy Polsat), (2) fakt, że Play posiada mniej spektrum <1GHz niż polscy konkurenci, (3) brak rozbudowanej sieci, która mogłaby częściowo odciążyć sieć z lawinowo rosnącego transferu danych (56% R/R na użytkownika postpaid w 3Q'17). Dodatkowo wskazujemy, że spółka nie ma obecnie nogi stacjonarnej, co ogranicza potencjał do sprzedaży usług konwergentnych. W kontekście przejęcia Netii przez Cyfrowy Polsat oraz współpracy T-Mobile i Orange Polska na BSA na liniach FTTH, Play może w ciągu roku zostać jedynym, z wielkiej czwórki MNO, graczem bez nogi stacjonarnej w obszarze B2C miasta. To główny rynek działania Play, stąd inwestorzy powinni uwzględnić strategiczne ryzyko w wycenie. Tymczasem Play obecnie jest wyceniony na EV/EBITDA'18= 6,4x, z >10% premią vs. telekomu CEE. Podtrzymujemy neutralne nastawienie do Play, dodatkowo wskazujemy na ochłodzenie szybkiego tempa wzrostu wyników (EBITDA w 4Q'17 + 1,6% i +3,6% w 2018 r. vs. +17,2% w 9M'17.)

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywni klienci (tys.)	11 247	12 011	12 565	12 965	13 245
ARPU (PLN)	31,7	31,4	32,0	32,8	33,3
Przychody	5 437	6 118	6 663	7 061	7 341
przychody z usług	4 060	4 493	4 889	5 192	5 412
obróć sprzętem	1 377	1 625	1 774	1 869	1 929
Koszty	3 773	4 193	4 761	4 710	4 911
interkonekt	1 331	1 496	1 715	1 860	1 933
koszty kontraktów	376	399	429	443	456
sprzęt	1 181	1 366	1 391	1 484	1 551
koszty osobowe	308	228	524	277	284
usługi obce	525	567	619	563	599
pozostałe	52	138	82	82	89
EBITDA skoryg.	1 786	2 035	2 298	2 381	2 460
marża	32,8%	33,3%	34,5%	33,7%	33,5%
Zysk netto	550	712	450	919	957

Model DCF

(mln PLN)	4Q'17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 733	6 663	7 061	7 341	7 546	7 687	7 801	7 877	7 944	8 004	8 004
EBITDA	562	2 351	2 272	2 481	2 510	2 534	2 574	2 585	2 594	2 600	2 600
marża EBITDA	32,5%	35,3%	32,2%	33,8%	33,3%	33,0%	33,0%	32,8%	32,7%	32,5%	32,5%
Amortyzacja	184	815	850	904	940	1 028	963	957	929	877	877
EBIT	378	1 536	1 423	1 577	1 570	1 506	1 611	1 628	1 665	1 723	1 723
Podatek	72	292	270	300	298	286	306	309	316	327	327
NOPLAT	306	1 244	1 152	1 277	1 272	1 220	1 305	1 318	1 349	1 396	1 396
CAPEX	-101	-690	-767	-829	-1 697	-624	-1 096	-928	-640	-644	-644
Kapitał obr. + inne	-66	-337	-294	-297	-322	-317	-308	-308	-307	-306	-306
FCF	324	1 033	941	1 055	192	1 307	864	1 039	1 331	1 323	1 323
PV FCF	326	966	817	851	144	911	559	625	742	684	
WACC	7,6%	7,6%	7,6%	7,7%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	
Dług netto / EV	44,1%	43,7%	43,1%	42,4%	44,8%	43,3%	43,1%	42,3%	40,4%	38,3%	
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

33,42 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

34,70 PLN

+3,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	34,70 PLN	2018-01-25

Podstawowe dane			PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	-1,2%	-4,0%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	-1,2%	-4,0%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	15,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 478,7	Średni obrót 6M	21,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	15 129,7	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	-3,8%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	6,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	5 437	6 118	6 663	7 061	7 341
EBITDA	1 663	1 924	1 903	2 351	2 430
marża EBITDA	30,6%	31,5%	28,6%	33,3%	33,1%
EBIT	1 066	1 290	1 125	1 536	1 581
Zysk netto	550	712	450	919	957
P/E	15,4	11,9	18,8	9,2	8,9
P/BV	13,4	6,3	-	76,3	20,3
EV/EBITDA	7,3	7,1	8,0	6,4	6,1
DPS	0,00	0,00	0,00	2,56	2,56
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	7,7%	7,7%
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%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	1 525	1 588	1 362	1 955	2 098
CFO/EBITDA skor.	85%	78%	59%	82%	85%
Capex	-505	-2 316	-628	-690	-767
Aktywa ogółem	7 562	8 747	8 584	8 543	8 712
Kapitał własny	631	1 343	-158	111	418
Dług netto	3 717	5 111	6 651	6 531	6 372
Dług netto/EBITDA (x)	2,1	2,5	2,9	2,7	2,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	9,2	8,7	7,3	3,8	3,7	3,6
Maksimum	41,0	119,6	68,3	9,2	9,2	9,1
Mediana	15,6	14,2	13,1	6,0	6,0	5,8
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,3
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	15 270
Dług netto	6 651
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	33,97

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	30,60
DCF	50%	33,97
Cena wynikowa		32,27
Koszt kapitału 9M		7,5%
Cena docelowa za 9M		34,70

Agora kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Widzimy duże pole do wzrostów notowań Agory w 2018 r. Oczyszczona EBITDA rośnie w tempie zaledwie 5% R/R w 2018 r, z drugiej strony spółka jest obecnie notowana na EV/EBITDA'17 = 6,1x, z >35% dyskontem do spółek porównywalnych. Naszym zdaniem sam segment kinowy jest wyceniany co najmniej 12,1 PLN na akcję, tj. >90% dzisiejszej wartości akcji Agory, uwzględniając do wyceny wskaźnik EV/EBITDA'18/19 = 8,3/7,7x dla kinowych spółek porównywalnych, które wykazują niższe tempo wzrostu wyniku (+7,3% R/R na linii EBITDA w 2018 r.). Inwestorzy powinni docenić dywersyfikację segmentową Agory. Spółka posiada szereg mediów oraz biznes kinowy, ma rozległe kompetencje i bogate doświadczenie. Wyniki są wsparte dużą bazą aktywów (nieruchomości + kina). Zwracamy uwagę na silną pozycję bilansową (obecnie gotówka netto). Nawet przy większej aktywności M&A Agora utrzyma 0,50 PLN dywidendy i ma potencjał do podwyżki w przyszłych latach. Szacujemy, że Agora generuje FCFE rzędu 55 mln PLN w kolejnych 5 latach, co implikuje wysoki FCFE Yield >8,0%. Agora w 1Q'18 ma ogłosić aktualizację strategii. Spodziewamy się, że spółka będzie rozwijać się poprzez akwizycje zarówno w Polsce, jak i za granicą. Oczekujemy wzmocnienia segmentu Internet i rozwoju e-commerce, dezinwestycji spadkowych pobocznych biznesów, dalszych redukcji kosztów oraz uwolnienia nieefektywnie wykorzystywanych aktywów (jak nieruchomości pod drukarnię).

Cena bieżąca

14,55 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,90 PLN

+29,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	18,90 PLN	2018-01-26

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	+0,8%	-2,1%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	+0,8%	-2,1%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	2,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	677,8	Średni obrót 6M	0,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	670,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	+1,5%
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	1 165	1 191	1 227
EBITDA	121	115	31	130	121
marża EBITDA	10,2%	9,6%	2,6%	10,9%	9,9%
EBIT	19	17	-65	39	34
Zysk netto	13	-17	-58	25	23
P/E	53,3	-	-	27,6	30,0
P/BV	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	6,5	6,2	22,0	5,0	5,2
DPS	0,20	0,75	0,46	0,50	0,75
DYield	1,4%	5,2%	3,2%	3,4%	5,2%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
rozpowsz. GW (tys.)	178	161	124	112	108
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	1 165	1 191	1 227
prasa	301	268	235	231	230
film i książka	345	364	415	454	483
reklama zewnętrzna	156	168	162	164	168
internet	151	168	165	165	167
radio	108	113	117	123	126
druk	165	156	103	89	88
wylączenia	-36	-38	-33	-34	-35
EBITDA	121	115	31	130	121
marża	10,2%	9,6%	2,6%	10,9%	9,9%
Zysk netto	12,7	-16,6	-57,8	24,5	22,6

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 165	1 191	1 227	1 252	1 285	1 314	1 340	1 367	1 395	1 424	1 452
EBITDA	31	130	121	122	126	129	131	134	136	139	142
marża EBITDA	2,7%	10,9%	9,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,7%	9,9%
Amortyzacja	97	91	87	83	78	75	71	68	64	63	64
EBIT	-65	39	34	40	47	54	60	66	72	76	78
Podatek	0	7	7	8	9	10	11	13	14	14	15
NOPLAT	-65	31	28	32	38	44	49	54	58	62	63
CAPEX	-60	-68	-52	-59	-61	-57	-58	-60	-61	-63	-64
Kapitał obrotowy	67	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-4
FCF	38	52	60	53	53	59	58	58	58	58	59
PV FCF	38	48	51	42	38	39	36	33	30	28	
WACC	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	111	97	98	117	111
CFO/EBITDA	92%	84%	320%	90%	92%
Capex	-90	-89	-60	-68	-52
Aktywa ogółem	1 610	1 569	1 444	1 420	1 400
Kapitał własny	1 153	1 097	1 020	1 021	1 009
Dług netto	93	15	-28	-54	-79
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,1	-0,9	-0,4	-0,7

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	808
Dług netto	39
Inne korekty	47
Wycena DCF na akcję (PLN)	16,65

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	18,86
DCF	50%	16,65
Cena wynikowa		17,75
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		18,90

Cyfrowy Polsat trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Cyfrowy Polsat przejął 32% udziałów w Netii i ogłosił wezwanie do 66%. W długim terminie transakcja niweluje podkreślone przez nas ryzyko braku nogi stacjonarnej. Dzięki rozbudowanej infrastrukturze 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). Z drugiej strony, wskaźniki zadłużenia rosną, a sieć Netii wymaga kosztowej modernizacji, co pociągnie za sobą znaczny CAPEX. Perspektywa dywidendy dla inwestorów odsuwa się więc w czasie. W naszym modelu uwzględniamy konsolidację proforma wyników Netii. Obecnie CPS jest notowany na EV/EBITDA'17 = 6,9x, z 3% dyskontem do grupy porównawczej. Przy obecnym poziomie kursu mamy neutralne nastawienie. Cyfrowy Polsat będzie wykazywać naszym zdaniem niższy wzrost wyników od spółek porównywalnych (wzrost EBITDA 2017PF-2019PF = +0,5% vs. 6,8% peer grupa i 7,1% OPL PW). DYield wypada lepiej niż w OPL PW (0,0%), ale gorzej niż Play (7,7%). Podkreślamy jednak, że rekomendowany poziom dywidendy wynika z decyzji Zarządu o oddłużaniu spółki. W 2020 r. dług netto/EBITDA wyniesie 1,9x vs. 2,5x Play. Jeśli Cyfrowy zdecydowałby się wypłacić DYield równy 7,7% (jak w Play), dług netto w 2020 r. wyniósłby 2,5x EBITDA (jak w Play), przy mniejszej bazie częstotliwości <1GHz, braku rozwiniętej sieci stacjonarnej i braku części mediowej. Wyższy wskaźnik dla CPS jest uzasadniony.

Rachunek wyników i dane operacyjne*

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	9 823	9 730	9 822	10 110	10 255
detaliczne od klientów	6 553	6 325	6 075	6 145	6 184
hurtowe	2 597	2 466	2 528	2 532	2 585
sprzedaż sprzętu	583	851	1 053	1 137	1 182
pozostałe	90	88	167	295	304
Koszty	7 868	8 069	8 007	8 200	8 137
kontent	1 066	1 114	1 146	1 190	1 244
dyskrypcja i marketing	803	828	887	922	936
D&A	1 699	1 972	1 777	1 665	1 561
rozliczenia międzyop.	2 141	1 939	2 007	2 050	1 987
wynagrodzenia	550	571	556	576	596
sprzęt	1 333	1 355	1 331	1 354	1 366
windykacja i odpisy	63	47	72	75	77
pozostałe koszty	214	245	230	367	372
Zysk netto	1 163	863	1 095	1 213	1 444

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	11 502	11 626	11 761	11 907	12 073	12 252	12 441	12 643	12 855	13 079	13 079
EBITDA	3 920	4 024	4 083	4 144	4 198	4 255	4 308	4 365	4 427	4 495	4 495
marża EBITDA	34,1%	34,6%	34,7%	34,8%	34,8%	34,7%	34,6%	34,5%	34,4%	34,4%	34,4%
Amortyzacja	1 960	1 849	1 749	1 658	1 576	1 518	1 487	1 472	1 435	1 503	1 503
EBIT	1 960	2 175	2 335	2 486	2 621	2 738	2 820	2 894	2 993	2 992	2 992
Podatek	372	413	444	472	498	520	536	550	569	568	568
NOPLAT	1 588	1 762	1 891	2 013	2 123	2 218	2 284	2 344	2 424	2 423	2 423
CAPEX	-1 415	-1 425	-1 437	-1 918	-1 395	-3 068	-1 434	-1 875	-1 999	-1 503	-1 503
Kapitał obrotowy	-290	-218	-193	-181	-171	-172	-172	-173	-192	-200	-200
FCF	1 843	1 968	2 010	1 572	2 134	495	2 166	1 767	1 668	2 223	2 223
PV FCF	1 733	1 733	1 654	1 208	1 528	331	1 347	1 023	898	1 110	
WACC	7,0%	6,8%	7,0%	7,1%	7,3%	7,2%	7,4%	7,5%	7,6%	7,8%	
Dług netto / EV	39,6%	36,0%	32,2%	29,4%	25,9%	28,0%	24,5%	22,3%	20,4%	16,1%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

*dotyczy tylko Cyfrowego Polsatu (bez Netii); **przejęcie kontroli nad Netią na koniec 2017, wynik za 2017 r. EBITDA proforma

Cena bieżąca

23,98 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

25,70 PLN

+7,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	25,70 PLN	2018-01-31

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	-3,5%	-6,4%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	-3,5%	-6,4%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M		9,9 mln PLN
MC (mln PLN)	15 336,2	Średni obrót 6M		11,0 mln PLN
EV (mln PLN)	27 735,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,3	-12,1%
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	9 822	11 502	11 626
EBITDA	3 685	3 641	3 622	3 920	4 024
marża EBITDA	37,5%	37,4%	36,9%	34,1%	34,6%
EBIT	1 986	1 669	1 844	1 960	2 175
Zysk netto	1 163	863	1 062	1 250	1 464
P/E	13,2	17,8	14,4	12,3	10,5
P/BV	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	7,1	7,3	6,9	6,7	6,2
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%	

Bilans i CF**

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	2 888	2 885	2 940	3 021	3 122
CFO/EBITDA	78%	79%	81%	85%	85%
Capex	-583	-590	-935	-1 030	-1 043
Aktywa ogółem	26 490	27 729	27 321	26 834	26 261
Kapitał własny	10 250	11 378	12 268	13 277	14 517
Dług netto	10 851	11 125	9 849	8 465	6 926
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	3,1	2,7	2,4	1,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	9,1	9,3	8,1	3,8	3,9	4,1
Maksimum	40,6	90,4	61,4	18,6	14,1	15,9
Mediana	7,1	7,0	6,7	16,9	15,7	14,7
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	26 792
Dług netto	11 645
Inne korekty	833
Wycena DCF na akcję (PLN)	22,38

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	25,89
DCF	50%	22,38
Cena wynikowa		24,15
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		25,70

Wirtualna Polska akumuluj (podtrzymana)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Wirtualnej Polski w ciągu ostatnich 3 miesięcy wzrosły o 20,5% i były lepsze niż szeroki rynek o blisko 18%. Korygujemy nasz model finansowy o prognozy na 4Q'17 oraz wskaźniki dla spółek porównywalnych. Wirtualna Polska jest notowana na EV/EBITDA'18=10,6x, z blisko 15% dyskontem do grupy porównywalnej. Wzrost wyniku EBITDA, skorygowanego o wyniki projektu TV estymujemy na 7,5% (vs. + 18,9% mediana w spółkach porównywalnych). Stąd dyskonto jest uzasadnione, jednak sądzimy że jego skala jest obecnie zbyt wysoka. Nasz nowy poziom ceny docelowej to 56,10 PLN, co implikuje 8,3% potencjału wzrostowego. Stąd, podtrzymujemy pozytywne podejście i zalecenie akumuluj. 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 akwizycję 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 odnosi sukcesy, co oceniamy pozytywnie. Wierzymy we wzrost tej części rynku online.

Cena bieżąca

51,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

56,10 PLN

+8,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	56,10 PLN	2018-02-02
poprzednia	akumuluj	53,00 PLN	2018-01-05
Podstawowe dane			
	WPL PW	Zmiana 1M	WPL PW vs. WIG
Ticker	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M	1,5 mln PLN
MC (mln PLN)	1 542,4	Średni obrót 6M	1,0 mln PLN
EV (mln PLN)	1 723,1	EV/EBITDA 12M fwd	10,7 -0,0%
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	462	537	591
EBITDA	94	123	128	158	181
marża EBITDA	29,0%	29,6%	27,7%	29,4%	30,7%
EBIT	64	81	78	104	122
Zysk netto	6	54	41	76	93
P/E	271,3	28,6	37,5	20,4	16,6
P/BV	4,3	3,8	3,7	3,4	3,1
EV/EBITDA	18,4	14,1	13,4	10,6	9,1
DPS	0,00	0,00	1,27	0,97	1,78
DYield	0,0%	0,0%	2,4%	1,9%	3,4%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			-1,3%	+0,6%	+0,4%
EBITDA			-4,5%	-1,3%	-0,2%
EBIT			-9,4%	-2,1%	-0,3%
Zysk netto			-25,1%	+3,8%	+6,5%
CAPEX			+0,3%	+0,3%	+0,1%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	326	415	462	537	591
gotówkowe	286	377	430	479	525
barterowe	39,6	37,8	32,5	34,4	36,1
Koszty	262	334	384	432	468
amortyzacja	30,4	42,1	50,0	53,6	58,7
zużycie mater. i energii	5,0	5,6	5,8	6,3	6,7
wynagrodzenia	99	124	131	139	145
pozostałe	127	162	197	233	258
EBITDA	94	123	128	158	181
marża	29,0%	29,6%	27,7%	29,4%	30,7%
EBITDA skorygowana	108	136	149	160	179
marża	33,1%	32,9%	29,7%	29,8%	30,5%
EBIT	64	81	78	104	122
marża	19,6%	19,5%	16,9%	19,4%	20,7%
Zysk netto	5,7	53,8	41,2	75,5	93,0

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	462	537	591	637	676	708	737	762	785	801	
EBITDA	126	158	181	200	215	226	235	242	247	250	
marża EBITDA	27,3%	29,4%	30,7%	31,4%	31,8%	31,9%	31,9%	31,8%	31,5%	31,2%	
Amortyzacja	48	54	59	63	67	71	73	76	81	84	
EBIT	78	104	122	136	148	155	162	166	166	165	
Podatek	15	20	23	26	28	29	31	32	32	31	
NOPLAT	63	85	99	111	120	126	131	135	135	134	
CAPEX	-50	-53	-56	-62	-66	-71	-74	-78	-81	-84	
Kapitał obrotowy	3	-6	-3	-2	-1	-1	-1	0	0	0	
FCF	65	80	99	110	119	125	129	132	134	134	137
PV FCF	65	74	85	87	87	84	80	76	71	65	
WACC	8,0%	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Dług netto / EV	9,6%	7,3%	5,1%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	88	117	111	135	156
CFO/EBITDA	93%	95%	87%	85%	86%
Capex	-32	-38	-50	-53	-56
Aktywa ogółem	750	852	845	857	861
Kapitał własny	358	409	412	459	499
Dług netto	182	169	164	122	83
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	1,4	1,3	0,8	0,5

Analiza porównawcza

	17P	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	18P	19P
Minimum	53,0	34,9	25,9	25,0	18,8	14,5		
Maksimum	20,2	18,3	16,7	11,1	8,9	6,1		
Mediana	27,1	23,2	20,4	16,1	13,6	11,7		
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%		

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 801
Dług netto	330
Inne korekty	16
Wycena DCF na akcję (PLN)	48,86

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	56,62
DCF	50%	48,86
Cena wynikowa		52,74
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		56,10

Asseco Poland redukuje (obniżona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

W styczniu'18 notowania Asseco Poland wzrosły o blisko 7%. Sądzymy, że kurs może uwzględniać dość dobre wyniki spółki za 4Q'17. Zysk netto wyniesie 157 mln PLN (+105% R/R). W 4Q'17 80 mln PLN pozytywnego efektu przyniesie przeszacowanie wartości udziałów w izraelskiej Formula Systems. Skorygowany wynik też prezentuje się całkiem dobrze: 77,2 mln PLN to stabilny odczyt R/R i oznacza zmianę negatywnej dynamiki z poprzednich kwartałów. Z drugiej strony perspektywa wyników w 2018 i 2019 dla matki, generującej ok. 40% zysku netto, jest pesymistyczna z/w na zamrożenie środków publicznych i przegraną w przetargu na utrzymanie ZUS (po odrzuceniu skarg do wyników przetargu w połowie stycznia). W związku z powyższym obniżamy nasze prognozy dla spółki matki oraz aktualizujemy naszą wycenę o obecne wskaźniki dla spółek porównywalnych i naszą waluację spółek córek Asseco. Obniżamy cenę docelową do 44,00 PLN i zalecenie inwestycyjne z trzymaj do redukuje. Obecnie Asseco Poland jest notowane na P/E'18 = 15,2x, co oznacza tylko 13% dyskonto do spółek porównywalnych (historyczny poziom to 18%). Porównując dynamikę zysku netto w Asseco: +0,1% na linii netto R/R w 2018 r. i -5,2% rok później do spółek porównywalnych (mediana odpowiednio: 9,3% i 8,9%, Asseco Poland powinno być naszym zdaniem notowane z większym dyskontem.

Cena bieżąca

45,62 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

44,00 PLN

-3,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuje	44,00 PLN	2018-02-02	
poprzednia	trzymaj	44,80 PLN	2017-12-01	
Podstawowe dane			ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	+3,7%	+0,8%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+3,7%	+0,8%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	6,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 786,5	Średni obrót 6M	7,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,4	+4,5%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	11,8	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	7 256	7 932	7 724	8 882	9 086
EBITDA	1 008	1 070	933	1 054	1 078
marża EBITDA	13,9%	13,5%	12,1%	11,9%	11,9%
EBIT	745	769	644	750	772
Zysk netto	365	301	596	249	236
P/E	10,4	12,6	6,4	15,2	16,1
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/S	0,52	0,48	0,49	0,43	0,42
DPS	2,90	3,01	3,01	3,01	3,01
DYield	6,4%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			-9,9%	0,0%	-0,7%
EBITDA			-9,3%	-5,4%	-5,7%
EBIT			-11,8%	-7,4%	-7,5%
Zysk netto			+139,8%	-0,2%	-6,9%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	7 256	7 932	7 724	8 882	9 086
zmiana	16,4%	9,3%	-2,6%	3,6%	2,3%
rynek polski	1 769	1 599	1 514	1 710	1 710
rynek pd-wsch. Europy	486	571	590	635	658
rynek zachodnioeur.	599	579	608	638	651
rynek środkowoeur.	647	754	785	758	773
rynek izraelski	3 649	4 247	4 218	5 141	5 294
rynek wschodnioeur.	106	58	10	0	0
EBIT	745	769	644	750	772
Amortyzacja	263	300	289	305	306
EBITDA	1 008	1 061	933	1 054	1 078
marża	13,9%	13,4%	12,1%	11,9%	11,9%
Jednostki stowarzyszone	-208	-242	169	-358	-389
Podatek	-179	-166	-163	-142	-147
Zysk netto	365	301	596	249	236

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
Maximum	28,1	24,1	21,4
Minimum	0,7	14,1	12,9
Mediana	18,0	17,4	16,2
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	851	871	891	909	927	945	964	983	983
EBITDA	165	145	117	121	125	128	132	135	139	142	142
NOPLAT	102	91	71	74	76	78	81	83	85	88	88
FCF	68	85	77	63	66	68	70	72	74	76	76
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	
Asseco Business Solutions											
Przychody	213	254	265	272	277	282	287	292	297	302	308
EBITDA	74	86	94	98	100	102	104	106	108	110	113
NOPLAT	15	56	61	65	66	67	69	70	71	73	74
FCF	18	49	59	62	64	65	66	67	69	70	71
WACC	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	574	597	625	651	673	692	708	721	731	740	747
EBITDA	105	110	114	119	123	126	129	131	132	133	135
NOPLAT	53	55	58	60	62	63	64	65	66	67	67
FCF	59	45	46	47	48	50	56	60	63	62	63
WACC	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%	835
ACE	10x PE	93%	610
ABS	DCF	46%	921
ASEE	DCF	51%	825
R. zachodnioeurop.	10x PE	100%	240
Formula Systems	rynek	26%	2 132
R-Style Softlab	6x PE	100%	0
Pozostałe	10x PE	0%	104
Razem			3 155
Wycena 1 akcji			38,01

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	44,80
SOTP	50%	38,01
Cena wynikowa		41,40
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		44,00

CD Projekt sprzedaż (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Pomimo długiego okresu od premiery gry Wiedźmin 3: Dziki Gon, sprzedaż produkcji zapewnia spółce stabilne źródło dochodu. W 2017 roku studio CD Projekt prowadziło intensywne prace nad rozwojem gry Gwint: Wiedźmińska Gra Karciana oraz prowadzone były prace nad produkcją kolejnej gry AAA Cyberpunk 2077. W 2018 roku planowane jest zakończenie fazy otwartej bety gry Gwint oraz wydanie zapowiadanej pierwszej jednoosobowej kampanii. Z drugiej strony coraz dłuższy okres od premiery W3 negatywnie oddziałuje na wartość generowanej przez grę sprzedaży. Jednocześnie negatywny wpływ na wyniki spółki od 4Q'17 powinna mieć deprecjacja USDPLN (średnio o 15% r/r w 4Q'17). Szansą na istotne zwiększenie sprzedaży może być wydanie jednoosobowej kampanii do Gry Gwint, rozpowszechnienie gry na rynku chińskim oraz ewentualna premiera mobilnej wersji gry. Biorąc pod uwagę osłabienie USDPLN oraz coraz niższą wartościowo sprzedaż W3 oczekujemy spadku wyniku EBITDA o 43% r/r do 54,4 mln PLN w 4Q'17 oraz utrzymujemy prognozę EBITDA na niezmiennym poziomie. Podwyższamy nasze prognozy EBITDA dla 2018 roku (wyższy wynik ze sprzedaży generowanej przez W3) z 338 mln PLN do 408 mln PLN. Zakładamy, że kolejna duża produkcja studia po Cyberpunk 2077 zostanie wydana w 2021 roku (wydłużenie cyklu produkcji o jeden rok oraz przesunięcie premiery gry z 2020 na 2021 rok) oraz będzie miała wyższy potencjał od C2077. Pomimo rewizji prognoz uważamy, że obecna wycena spółki jest zbyt wysoka.

Cena bieżąca

115,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

90,00 PLN

-21,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	sprzedaż	90,00 PLN	2018-02-02
poprzednia	sprzedaż	74,34 PLN	2017-10-02
Podstawowe dane		CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+18,6% +15,7%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+18,6% +15,7%
Liczba akcji (mln)	95,2	Średni obrót 1M	30,2 mln PLN
MC (mln PLN)	10 949,5	Średni obrót 6M	41,7 mln PLN
EV (mln PLN)	10 892,0	EV/EBITDA 12M fwd	27,2 +51,8%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	17,9 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	798	584	480	408	1 595
EBITDA	429	308	243	164	1 057
marża EBITDA	53,8%	52,7%	50,6%	40,1%	66,2%
EBIT	424	304	238	158	1 051
Zysk netto	342	251	196	130	860
P/E	31,9	43,7	56,0	84,4	12,7
P/BV	21,3	14,1	12,5	10,9	5,9
EV/EBITDA	24,5	34,9	44,9	66,3	9,3
DPS	0,00	0,00	1,06	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		+0,2%	+38,8%	-9,1%	
Zysk netto		-0,2%	+38,0%	-8,7%	
W3 (S)		+21,4%	+118,1%	-	
Gwint (S)		-52,2%	-27,0%	-4,0%	
C2077 (S)		-	-	-7,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Produkcja gier (S)	697	476	333	231	1 409
Produkcja gier (EBIT)	446	324	223	146	1 036
Produkcja gier (marża)	64,0%	68,2%	66,9%	63,4%	73,5%
GOG.com (S)	115,8	133,5	172,8	177,4	186,3
GOG.com (EBIT)	13,4	6,4	15,0	12,0	15,0
GOG.com (marża)	11,5%	4,8%	8,7%	6,8%	8,0%
Przepływy oper.	372	259	235	147	1 017
Amortyzacja	5	4	5	6	6
Kapitał obrotowy	-16	-11	24	3	-50
Przepływy inv.	-12	-60	594	-118	-9
CAPEX	-15	-12	-13	-8	-9
Nakłady na produkcję	0	56	82	110	0
FCF	293	228	208	129	798
FCF/EBITDA	86%	78%	76%	82%	83%
CFO/EBITDA	97%	90%	96%	91%	123%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
W3 (tys. szt.)	4 256	1 050	800	800	800	0	0	0	0	0	0
C2077 (tys. szt.)			11 000	7 100	4 600	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000
Gra AAA (tys. szt.)						12 000	13 500	5 000	12 500	5 000	0
Przychody	480	408	1 595	1 198	791	1 575	1 755	671	1 596	701	-
EBITDA	243	164	1 057	837	381	1 070	1 393	352	1 228	378	-
marża EBITDA	50,6%	40,1%	66,2%	69,9%	48,1%	67,9%	79,3%	52,4%	76,9%	53,9%	-
EBIT	238	158	1 051	830	374	1 062	1 385	343	1 220	369	-
Podatek	45	30	200	158	71	202	263	65	232	70	-
CAPEX	-13	-8	-9	-10	-11	-12	-13	-15	-9	-9	-
Kapitał obrotowy	24	3	-50	17	17	-33	-8	45	-39	38	-
FCF	208	129	798	686	316	823	1 109	317	949	336	567
PV FCF	210	119	683	541	229	551	684	180	498	162	-
WACC	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%	-

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wiedźmin 3 (S)	698	472	296	113	88
Gwint (S)	0	3	43	118	147
Cyberpunk 2077 (S)	0	0	0	0	1 174
Produkcja w toku	34	62	143	244	43
Środki pieniężne	394	217	57	86	1 094
Dług netto	-394	-217	-57	-86	-1 094
Dług netto/EBITDA (x)	-0,9	-0,7	-0,2	-0,5	-1,0

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	13,7	4,2
Maksimum	18,1	11,6
Mediana	17,4	9,9
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	3,5%
Zdyskontowana wartość FCF	5 946
Dług netto	-552
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	107,06

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	62,13
DCF	50%	107,06
cena wynikowa		84,60
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		90,00

Comarch trzymaj (obniżona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Otoczenie rynkowe dla Comarchu nie jest optymistyczne. Słaba kontraktacja publiczna (z powodu rekonstrukcji rządu oraz zbliżających się wyborów samorządowych; sądzymy, że część decyzji o przetargach może być przeciągnięta w czasie), mocny PLN vs. EUR i USD, nieustająca presja na wynagrodzenia w branży informatycznej oraz specyficzny model rachunkowości (duża część kosztów wpisywana w koszty danego okresu w rachunku wyników) to powody słabszych wyników Comarchu już od 4Q'17. W tym okresie zakładamy spadek zysku EBITDA o 24% R/R i zysku netto o 17% R/R. Obniżamy nasze prognozy na linię EBITDA w okresie 2018/19 do 149 mln PLN, tj. o 10,1%. Comarch jest obecnie notowany na EV/EBITDA'18 = 9,5 x z 12% dyskontem do spółek porównywalnych, jednak na wymagającym poziomie P/E'18 = 23,6x, tj. z 38% premią do peer grupy. Przy takim układzie wskaźników mamy neutralne podejście, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 180 PLN. FCFE Yield plasuje się w przedziale 3,5%-6,1% w okresie 2018-20, przy czym Comarch nie jest znany z wypłaty dużej dywidendy, chociaż pozwala na to pozycja bilansowa.

Cena bieżąca

177,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

180,00 PLN

+1,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	180,00 PLN	2018-02-02	
poprzednia	kupuj	205,00 PLN	2017-11-27	
Podstawowe dane		CMR PW	vs. WIG	
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-6,8%	-9,7%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	-6,8%	-9,7%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 439,6	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 391,0	EV/EBITDA 12M fwd	7,8	+11,4%
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	1 100	1 216	1 327
EBITDA	167	176	113	149	172
marża EBITDA	14,7%	15,8%	10,3%	12,3%	13,0%
EBIT	113	113	52	88	109
Zysk netto	80	70	49	61	79
P/E	17,9	20,5	29,4	23,6	18,2
P/BV	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6
EV/EBITDA	8,3	8,0	12,3	9,5	8,2
DPS	0,00	0,00	1,50	10,00	10,00
DYield	0,0%	0,0%	0,8%	5,6%	5,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			-4,9%	-10,1%	-7,5%
EBITDA			-7,6%	-10,1%	-7,2%
EBIT			-29,3%	-25,1%	-18,1%
Zysk netto			-18,8%	-25,2%	-18,1%
CAPEX			-1,4%	-6,8%	-6,1%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 132	1 109	1 100	1 216	1 327
TMT	313	276	248	248	255
finanse i bankowość	151	164	198	222	233
handel i usługi	159	183	180	201	225
przemysł i utilities	113	146	152	168	179
sektor publiczny	116	73	57	97	145
SME	209	228	228	242	249
inne	71	39	37	38	39
Zysk brutto na sprzedaży	340	343	276	346	386
marża	30,1%	30,9%	25,1%	28,5%	29,1%
koszty sprzedaży	130	131	130	144	158
koszty ogólnego zarządu	93	101	105	115	119
EBIT	113	113	52	88	109
marża	10,0%	10,2%	4,7%	7,2%	8,2%
Zysk netto	80,3	70,1	48,9	61,0	79,1

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 100	1 216	1 327	1 390	1 438	1 482	1 527	1 575	1 624	1 674	
EBITDA	113	149	172	182	190	197	204	210	217	220	
marża EBITDA	10,3%	12,3%	13,0%	13,1%	13,2%	13,3%	13,4%	13,4%	13,4%	13,1%	
Amortyzacja	61	62	63	64	65	65	66	67	68	65	
EBIT	52	88	109	118	126	132	138	143	149	155	
Podatek	16	26	30	31	33	35	36	38	39	41	
NOPLAT	36	62	79	87	93	97	101	105	110	114	
CAPEX	-110	-54	-53	-56	-58	-59	-61	-62	-64	-65	
Kapitał obrotowy	25	-18	-6	-7	-4	-3	-3	-3	-3	-3	
FCF	11	52	83	88	95	100	104	107	111	111	113
PV FCF	12	48	71	69	69	67	64	61	58	53	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	117	88	110	104	136
CFO/EBITDA	70%	50%	97%	70%	79%
Capex	-93	-121	-110	-54	-53
Aktywa ogółem	1 305	1 439	1 500	1 499	1 527
Kapitał własny	781	861	898	877	875
Dług netto	-73	-49	-62	-32	-33
Dług netto/EBITDA (x)	-0,4	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	28,1	24,1	21,4	17,8	15,9	14,8
Maksimum	0,7	12,7	12,9	4,3	4,2	3,8
Mediana	17,7	17,2	16,1	11,5	10,7	10,1
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 404
Dług netto	-37
Inne korekty	15
Wycena DCF na akcję (PLN)	175,32

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	163,00
DCF	50%	175,32
cena wynikowa		169,16
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		180,00

Przemysł, metale

(mln PLN)	Przychody			EBITDA			Zysk netto		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Alumetal	1 482,5	1 626,7	1 633,6	96,1	107,3	105,1	63,4	71,0	68,3
Amica Wronki	2 616,7	2 704,7	2 755,7	190,2	218,5	221,8	143,8	147,1	125,9
Apator	934,7	974,4	993,9	124,2	142,6	143,9	63,0	78,9	79,8
Boryszew	6 250,8	6 697,7	6 794,4	473,4	494,2	510,6	213,1	188,6	206,0
Elemental	1 375,6	1 450,3	1 524,0	70,2	85,6	94,5	37,2	55,5	63,6
Ergis	750,5	810,9	851,4	56,6	58,7	62,6	20,0	20,5	23,1
Famur	1 387,5	2 059,0	2 176,7	280,6	446,1	476,7	73,7	191,5	256,0
Forte	1 095,1	1 155,5	1 190,1	125,4	168,1	178,7	66,6	90,6	98,5
Kemel (mln USD)	2 168,9	2 533,1	2 883,6	319,2	234,4	336,9	178,6	105,2	201,9
Kęty	2 632,5	2 968,5	2 965,3	432,1	478,3	483,9	252,7	260,4	260,5
Kruszwica	2 461,1	2 333,6	2 360,9	102,6	117,4	119,9	59,7	71,8	73,7
Mangata (Zetkama)	633,5	649,4	665,1	87,8	92,4	97,6	45,2	51,3	56,3
Pfleiderer Group (mln EUR)	1 003,0	1 046,5	1 086,2	114,2	142,5	150,1	17,2	41,1	44,1
Pozbud	133,5	180,1	374,4	15,3	25,1	38,0	6,9	14,9	26,1
Stelmet	538,1	592,0	657,6	57,6	84,3	105,4	19,4	41,8	60,7
Tarczyński	727,6	751,1	789,1	57,2	55,1	56,4	17,0	15,7	16,3

Spółka	Pozycjonowanie		Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			DYield			P/(BV-goodwill)			'18 DN/ EBITDA
	aktualne	zmiana			2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	
Alumetal	N	-	56,50	+4,7%	13,6	12,1	12,6	10,2	9,0	9,1	5,2%	3,7%	4,1%	1,9	1,8	1,6	1,0
Amica Wronki	OW	-	126,80	+0,8%	6,9	6,7	7,8	6,4	5,5	5,3	4,3%	4,4%	4,5%	1,3	1,2	1,1	1,0
Apator	N	-	26,40	-2,2%	14,7	11,7	11,6	8,7	7,5	7,3	5,0%	5,4%	6,8%	2,9	2,6	2,4	0,9
Boryszew	N	-	9,62	+4,3%	10,8	12,2	11,2	8,3	7,8	7,3	2,3%	2,5%	4,5%	2,1	1,9	1,7	1,7
Elemental	N	-	2,20	-5,2%	10,1	6,8	5,9	7,4	5,6	4,9	0,0%	0,0%	0,0%	1,6	1,3	1,1	1,0
Ergis	N	-	4,44	-22,0%	8,5	8,3	7,4	5,9	5,6	5,2	4,5%	4,5%	5,2%	0,9	0,8	0,8	2,7
Famur	OW	►	6,20	+0,0%	47,1	18,6	13,9	13,5	7,7	6,7	0,0%	0,0%	1,8%	2,7	2,3	2,0	-0,4
Forte	N	►	43,00	-14,0%	15,3	11,3	10,4	12,1	9,4	9,0	0,5%	0,0%	4,7%	1,9	1,9	2,0	3,3
Kemel	N	▼	50,90	+7,1%	6,2	11,1	5,8	5,6	7,7	5,2	1,8%	1,8%	2,7%	1,1	1,1	0,9	2,3
Kęty	N	►	385,00	-6,0%	14,5	14,0	14,0	9,7	9,1	9,1	7,8%	6,9%	5,7%	2,7	2,7	2,6	1,5
Kruszwica	N	-	73,80	+5,7%	28,4	23,6	23,0	14,7	12,7	12,3	3,2%	2,6%	3,2%	2,4	2,3	2,3	-1,8
Mangata (Zetkama)	N	-	90,40	-10,1%	13,3	11,8	10,7	7,6	6,9	6,3	2,2%	3,0%	4,2%	1,5	1,4	1,3	0,1
Pfleiderer Group	OW	-	38,55	+14,2%	34,1	14,5	13,6	7,5	5,9	5,5	2,9%	2,3%	4,8%	3,4	3,0	2,8	1,7
Pozbud	OW	-	3,82	+6,1%	14,8	6,9	3,9	10,1	5,7	2,5	0,0%	2,4%	7,3%	0,6	0,6	0,5	1,4
Stelmet	OW	►	19,20	+33,3%	29,0	13,5	9,3	12,9	8,5	6,3	0,0%	0,0%	3,7%	1,3	1,2	1,1	1,8
Tarczyński	N	-	12,70	+4,1%	8,5	9,2	8,8	5,2	5,5	5,1	5,1%	3,9%	5,5%	0,9	0,9	0,9	2,9
Mediana					14,0	11,8	10,5	8,5	7,6	6,3	2,6%	2,5%	4,5%	1,7	1,6	1,5	1,4

Źródło: Domu Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równowaga, UW (underweight) – niedoważenie

Amica

W 3Q'17 Amica uruchomiła magazyn wysokiego składowania, który przełoży się na spadek kosztów logistycznych o 10-12 mln PLN w skali roku. Pierwsze oszczędności będą już widoczne w wynikach za 4Q'17. Przeprowadzone w 3Q'17 podwyżki cen produktów powinny rekompensować rosnące koszty stali oraz wynagrodzeń w kolejnych kwartałach. W 2018 roku większa ilość produktów własnych będzie dystrybuowana przez Siedeme. Od 2Q'17 Amica ma większościowy udział we francuskim dystrybutorze, a własna produkcja jest znacznie wyżej marżowa niż sprzedaż towarów. Spółka zwraca uwagę na bardziej sprzyjający 2018 rok hedging EUR/CNY oraz PLN/EUR, efektem będzie wyższa marża na dystrybucji. Spółka generuje powtarzalny 4% DYield oraz aktualnie jest notowana z ponad 25% dyskontem do innych producentów małego i dużego AGD. Wśród największych zagrożeń na 2018 rok wymienilibyśmy umocnienie PLN do EUR i GBP oraz wzrost konkurencyjności tureckim producentów po spadku wartości TRY.

Pfleiderer

Ceny płyty wiórowej wyraźnie odreagowały w 2H'17 w ślad za poprawą koniunktury na rynku meblarskim oraz wzrostem cen surowców potrzebnych do jej produkcji. W długim okresie zachowanie cen akcji Pfleiderer było wyraźnie skorelowane z kształtowaniem się cen głównego wyrobu na rynku. Warto zwrócić uwagę, że ceny płyty na rynku niemieckim wzrosły średnio od V'17 (lokalny dołek) o 4,3% i dalej podążają w górę. To z kolei naszym zdaniem pozytywnie przełoży się na wyniki kolejnych kwartałów. Pfleiderer wypłaca dywidendę na poziomie 2,5% rocznie, ale poza tym skupuje akcje własne (w ubiegłym roku całkowita wypłata w postaci dywidendy i skupu przekroczyła 10% wartości akcji). Spółka obecnie wyceniania jest z dwucyfrowym dyskontem do spółek porównywalnych na wskaźniku EV/EBITDA na lata 2017 i 2018.

Pozbud

Wyraźny wzrost portfela zamówień w usługach budowlanych (do 800 mln PLN) po zdobyciu zamówienia w przetargu PKP PLK na budowę systemu ERTMS/GSM-R oraz perspektywa rozliczenia projektów deweloperskich (Zacisze Strzeszyn i Duńska Szczecin) naszym zdaniem przełożą się na istotny wzrost sprzedaży i wyników Grupy w 2018 i 2019 roku. Zarząd Pozbud podjął również szereg inicjatyw w celu zwiększenia sprzedaży segmentu stolarki otworowej (rozszerzenie sieci sprzedaży, pozyskiwanie nowych klientów zagranicznych, wykorzystanie nieobłożonego parku maszynowego czy wprowadzenie nowych produktów). Według naszych szacunków na bazie rekordowego portfela zamówień obroty Grupy Pozbud wzrosną w 2018 roku o około 30%, a w kolejnym 2019 roku o 110%. W efekcie Spółka ma szanse na odnotowanie rekordowych w historii wyników finansowych. To oznaczałoby, że obecnie Spółka notowana jest na wskaźnikach 3,9x P/E'19 oraz 2,5x EV/EBITDA'19. Rozliczenie projektów deweloperskich pozwoli naszym zdaniem na uwolnienie około 100 mln PLN wolnych środków pieniężnych, które Spółka będzie mogła przeznaczyć na dywidendę lub skup akcji własnych.

Famur kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Famur korzysta obecnie na wroście cen surowców, w tym przede wszystkim węgla energetycznego i koksowego. Spółka w samym 4Q'17 poinformowała 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. Spółka po połączeniu z Grupą Kopex jest największym i jedynym kompleksowym producentem maszyn i urządzeń dla górnictwa w Polsce. Po zakończeniu trwającego procesu sprzedaży Przedsiębiorstwa Budowy Szybów Famur będzie posiadał gotówkę netto na koncie (obecnie około 90 mln PLN długu netto). Nieznacznie korygujemy naszą cenę docelową z 7,24 PLN do 7,29 PLN/akcja oraz podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy Famur.

Cena bieżąca

6,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,29 PLN

+17,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	7,29 PLN	2018-02-02	
poprzednia	kupuj	7,24 PLN	2018-01-05	
Podstawowe dane		FMF PW	vs. WIG	
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	0,0%	-2,9%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	0,0%	-2,9%
Liczba akcji (mln)	559,4	Średni obrót 1M	1,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 468,5	Średni obrót 6M	2,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 706,8	EV/EBITDA 12M fwd	7,2	+24,1%
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	1 388	2 059	2 177
EBITDA	184	239	281	446	477
marża EBITDA	23,0%	23,2%	20,2%	21,7%	21,9%
EBIT	43	114	107	256	325
Zysk netto	52	94	74	191	256
P/E	57,5	32,1	47,1	18,6	13,9
P/BV	3,4	3,0	2,3	2,0	1,8
EV/EBITDA	16,7	12,1	13,2	7,7	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		+1,8%	0,0%	0,0%	
EBITDA		+0,5%	0,0%	0,0%	
EBIT		+1,4%	0,0%	0,0%	
Zysk brutto		+1,5%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		-6,5%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Obroty Underground	641	792	999	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	211	358	379
Amortyzacja	141	125	174	190	151
Kapitał obrotowy	-85	95	-98	-51	-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	-97	264	286
FCF/EBITDA	12%	101%	-35%	59%	60%
CFO/EBITDA	63%	132%	55%	80%	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	384	446	477	497	515	539	546	557	570	581	594
marża EBITDA	20,2%	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	179	256	325	364	392	409	418	430	437	445	452
Podatek	41	46	60	69	76	80	83	87	90	93	95
NOPAT	138	210	265	295	317	328	335	343	348	353	357
CAPEX	-297	-85	-87	-89	-128	-130	-133	-135	-138	-140	-142
Kapitał obrotowy	-144	-51	-43	-28	-24	-22	-20	-20	-20	-21	-19
FCF	-97	264	286	310	288	306	311	315	322	328	338
PV FCF	-97	245	245	245	209	205	192	179	169	158	
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%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	1 259	1 775	3 192	3 264	3 464
Aktywa trwałe	701	670	1 228	1 088	1 024
Goodwill	220	220	220	220	220
Kapitał własny	890	993	1 510	1 799	1 992
Udział mniejszości	0	0	123	39	49
Dług netto	80	-135	115	-179	-402
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	-0,6	0,4	-0,4	-0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	16,1	11,7	10,5	10,2	8,5	7,3
Maksimum	40,1	22,7	20,9	17,2	13,8	12,7
Mediana	25,3	18,1	15,6	15,5	12,6	10,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 749
Dług netto	-135
Inne korekty	-106
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,41

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	6,30
DCF	50%	7,41
Cena wynikowa		6,86
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		7,29

Grupa Kęty trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Grupa Kęty wyraźnie wyróżnia się na tle polskich spółek przemysłowych pod względem elastyczności w przenoszeniu rosnących kosztów produkcji na swoich klientów. Naszym zdaniem największą dynamikę wzrostu EBITDA w 2018 roku zanotują segment opakowań giętkich (+24% r/r; obciążenie wolnych mocy w Oświęcimiu), systemów aluminiowych (+6% r/r) oraz wyrobów wyciskanych (+5%). Dobre otoczenie w zakresie budowy nowych domów i mieszkań oraz projektów komercyjnych wspiera popyt na systemy aluminiowe. Z kolei wyraźnie rosnące PMI w przemyśle dają szansę na wzrost sprzedaży profili aluminiowych. Naszym daniem 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%. Nieznacznie korygujemy naszą cenę docelową do 391,41 PLN/akcja (wcześniej 390,72 PLN) oraz pozostawiamy naszą rekomendację na niezmiennym poziomie trzymaj.

Cena bieżąca

385,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

391,41 PLN

+1,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	391,41 PLN	2018-02-02	
poprzednia	trzymaj	390,72 PLN	2018-01-05	
Podstawowe dane			KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	-6,0%	-8,9%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	-6,0%	-8,9%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	1,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 653,6	Średni obrót 6M	2,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 195,7	EV/EBITDA 12M fwd	9,2	-0,4%
Free float	55,8%	EV/EBITDA 5Y avg	9,2	dyskonto

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	17,3	13,1	14,5	14,0	14,0
P/BV	2,8	2,6	2,7	2,6	2,5
EV/EBITDA	11,5	10,3	9,7	9,1	9,1
DPS	14,41	17,95	30,00	26,63	21,96
DYield	3,7%	4,7%	7,8%	6,9%	5,7%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Aluminium (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Premia producencka (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Użyte aluminium (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA SOG	94	104	123	153	161
EBITDA SWW	99	139	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 inw.	-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%

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	16,4%	16,1%	16,3%	16,1%	15,9%	15,7%	15,6%	15,6%	15,5%	15,5%	15,3%
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	184	202	218	204	191	178	167	158	
WACC	8,0%	7,9%	7,8%	7,8%	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%

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	5,9	5,4	4,8	5,0	4,5	4,4
Maksimum	65,3	32,0	25,8	14,1	13,1	12,0
Mediana	16,4	11,8	10,8	9,9	8,1	7,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 791
Dług netto	682
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	398,52

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	337,83
DCF	50%	398,52
Cena wynikowa		368,18
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		391,41

JSW kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

JSW w 21018 roku jest beneficjentem ożywienia globalnego otoczenia w przemyśle stalowym (w I-XI'17 produkcja stali na świecie +5,2% r/r, Europa +3,8% r/r) oraz poprawiającego się od końca 2015 roku obłożenia mocy produkcyjnych w światowych hutach (obecnie 70,7%). W Chinach wskaźnik wyprzedzający PMI dla przemysłu stalowego wyraźnie wzrósł i utrzymuje się obecnie na najwyższym od 2011 roku poziomie (52,3 pkt). Wraz z wyższymi wolumenami produkcji stali poprawia się rentowność dla producentów wielkopiecowych na podstawowych wyrobach. Z drugiej strony ograniczenie produkcji węgla kamiennego w Chinach (o 440 mln ton w 2016 i 2017 roku) wpłynęło na większe uzależnienie od importu węgla koksowego (wg naszych szacunków do 15,5% w 2017 roku z 13,4% rok wcześniej). W efekcie wszelkiego rodzaju zakłócenia w transporcie surowca do Chin znajdują odzwierciedlenie w jego wyższych cenach (np. cyklon Debbie w 2017 roku). Naszym zdaniem popyt na stal w Polsce w najbliższych dwóch latach będzie dalej wspierany przez dobre dane z rynku nieruchomości (rekordowa ilość rozpoczynanych projektów mieszkaniowych), rosnącą ilość projektów infrastrukturalnych związanych z nowym budżetem UE (wydatki na infrastrukturę +10% w 2018 roku) oraz mocne dane z europejskiego przemysłu (PMI w EU najwyższej odkad prowadzone są statystyki). Nasza rekomendacja dla Grupy JSW (kupuj), a cena docelowa to 122,30 PLN/akcja.

Cena bieżąca

99,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

122,30 PLN

+23,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	122,30 PLN	2018-01-30

Podstawowe dane		JSW PW	vs. WIG
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	+3,3% +0,4%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	+3,3% +0,4%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	25,5 mln PLN
MC (mln PLN)	11 670,7	Średni obrót 6M	27,3 mln PLN
EV (mln PLN)	10 302,0	EV/EBITDA 12M fwd	3,2 -17,8%
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	3,9 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	6 935	6 731	8 959	9 670	9 215
EBITDA skor.	1 037	1 055	3 642	3 687	2 903
marża EBITDA	15,0%	15,7%	40,7%	38,1%	31,5%
EBIT skor.	-326	216	2 817	2 789	1 796
Zysk netto skor.	-374	-2	2 165	2 235	1 439
P/E skor.	-	-	5,4	5,2	8,1
P/BV	3,0	2,9	1,6	1,3	1,2
EV/EBITDA skor.	12,6	11,6	2,8	2,4	3,0
DPS	0,00	0,00	0,00	2,00	7,62
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	7,7%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel koksowy (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Koks (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Prod. węgla (tys. t)	16 313	16 835	15 099	15 500	15 750
Prod. w. koks. (tys. t)	11 151	11 580	10 843	11 159	11 496
Udział węgla koks. (%)	68%	69%	72%	72%	73%
Prod. w. ener. (tys. t)	5 162	5 255	4 257	4 341	4 254
Prod. koksu (tys. t)	4 222	4 145	3 508	3 518	3 700
Przepływy oper.	725	897	2 701	3 145	2 429
Amortyzacja	1 363	839	825	898	1 107
Kapitał obrotowy	399	-349	17	-9	-116
Przepływy inw.	-1 015	-354	-737	-1 380	-1 350
CAPEX	1 031	372	737	1 380	1 350
Przepływy fin.	-80	278	-15	-267	-916
Dywidenda/buyback	0	0	0	-235	-894
FCF	-2 405	289	2 038	1 774	1 100
FCF/EBITDA skor.	-232%	27%	56%	48%	38%
CFO/EBITDA skor.	70%	85%	74%	85%	84%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	11 812	11 520	13 887	16 092	16 506
Aktywa trwałe	10 325	9 097	9 013	9 507	9 772
Kapitał własny	3 835	4 003	7 151	9 151	9 696
Udział mniejszości	99	67	67	67	67
Dług netto	1 269	513	-1 436	-2 934	-3 097
Dług netto/EBITDA skor.	1,2	0,5	-0,4	-0,8	-1,1
Dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	7,2	8,3	5,4	3,1	2,7	2,9
Maksimum	47,9	38,0	24,8	9,2	9,3	8,9
Mediana	10,3	9,9	10,5	5,3	5,1	5,1
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
W. koksowy (USD/t)	193	180	170	170	170	170	170	170	170	170	170
W. energet. (PLN/t)	247	238	225	225	225	225	225	225	225	225	225
Koks (USD/t)	1 081	1 016	923	923	923	923	923	923	923	923	923
Przychody	9 670	9 215	8 914	9 115	9 308	9 501	9 687	9 801	9 887	9 971	9 972
EBITDA	3 687	2 903	2 417	2 434	2 448	2 475	2 512	2 498	2 451	2 401	2 339
marża EBITDA	38,1%	31,5%	27,1%	26,7%	26,3%	26,1%	25,9%	25,5%	24,8%	24,1%	23,5%
EBIT	2 789	1 796	1 151	1 017	965	1 021	1 055	1 063	1 027	981	917
Podatek	524	337	216	190	181	192	198	200	193	185	172
CAPEX	-1 380	-1 350	-1 550	-1 470	-1 420	-1 420	-1 420	-1 420	-1 420	-1 420	-1 422
Kapitał obrotowy	-9	-116	-73	5	11	27	24	10	5	4	-4
FCF	1 774	1 100	579	779	858	891	917	888	843	800	740
PV FCF	1 635	934	453	562	571	546	518	462	404	354	
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	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	6 440
Dług netto	-1 436
Inne korekty	67
Wycena DCF na akcję (PLN)	99,31

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	130,77
DCF	50%	99,31
Cena wynikowa		115,04
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		122,30

Kernel trzymaj (obniżona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

W sezonie 2017/2018 Kernelowi nie sprzyjają niższe o 1,5 mln ton zbiory słonecznika oraz słabsze zbiory zbóż. Obecne marże na tłoczeniu oleju powodują, że w bieżącym sezonie około 20% zainstalowanych na Ukrainie mocy pracuje na zerowych bądź negatywnych marżach. w efekcie ruchów konsolidacyjnych, wyłączenia nieefektywnych mocy oraz wzrostu zasiewu w zachodniej Ukrainie w kolejnych latach nastąpi odbicie marży. W ramach produkcji rolnej po akwizycji ponad 200 tys. ha gruntów rolnych Zarząd ocenia, że potrzeba około 2 lat, aby zintegrowane aktywa przynosiły podobne efektywności jak dotychczasowe w Grupie. Szacujemy, że w roku 2018 EBITDA Grupy spadnie o 26% r/r do poziomu 235 mln USD i dopiero w 2019 roku dojdzie do poziomu z 2017 roku. Na początku 2018 roku wycena giełdowa Kernel była wspierana przez rynkowe spekulacje, że ADM mógłby być zainteresowany przejęciem pakietu Bunge, co oznaczałoby znaczącą konsolidację na rynku olejów roślinnych. Transakcja przejścia Bunge mogłaby wówczas być benchmarkiem dla rynku odnośnie wyceny. Obecnie Bunge notowany jest na wskaźnikach P/E'18 17x i EV/EBITDA'18 10x, a Kernel P/E'18 11,1x oraz 7,7x EV/EBITDA'18. Obniżamy naszą cenę docelową z 57,20 PLN do 53,47 PLN/akcja oraz obniżamy naszą rekomendację z akumuluj do trzymaj.

Cena bieżąca

50,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

53,47 PLN

+5,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	53,47 PLN	2018-02-02	
poprzednia	akumuluj	57,20 PLN	2017-12-01	
Podstawowe dane		KER PW	vs. WIG	
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	+7,1%	+4,2%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	+7,1%	+4,2%
Liczba akcji (mln)	82,4	Średni obrót 1M		4,2 mln PLN
MC (mln PLN)	4 194,6	Średni obrót 6M		7,9 mln PLN
EV (mln PLN)	5 897,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,9	+48,5%
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	2 533	2 884
EBITDA	397	347	319	234	337
marża EBITDA	17,0%	17,5%	14,7%	9,3%	11,7%
EBIT	328	287	265	182	282
Zysk netto	107	225	179	105	202
P/E	11,4	5,5	7,1	12,0	6,3
P/BV	1,4	1,3	1,1	1,1	0,9
EV/EBITDA	3,9	4,4	5,6	7,7	5,2
DPS	0,25	0,25	0,24	0,25	0,39
DYield	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	2,5%
Zmiana prognoz			17/18P	18/19P	19/20P
EBITDA			-0,5%	+0,2%	+0,2%
Zysk netto			-1,0%	+0,3%	+0,3%
Marża olej (USD/t)			+2,4%	+2,4%	+2,3%
Pszemica (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Kukurydza (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	15/16	16/17	17/18P	18/19P	19/20P
EBITDA olej butelkowany	16	17	12	18	21
EBITDA olej luzem	113	83	64	95	126
EBITDA przeladunek	37	48	41	66	82
EBITDA produkcja zbóż	146	144	87	142	174
EBITDA handel zbożami	46	23	15	15	14
Przepływy oper.	134	77	207	277	341
Amortyzacja	60	54	53	55	59
Kapitał obrotowy	-127	-212	-17	-43	-47
Przepływy inv.	-61	-223	-100	-110	-110
CAPEX	61	182	100	110	110
Przepływy fin.	-137	173	-140	-148	-196
Dywidenda/buyback	-20	-20	-21	-32	-81
FCF	155	-93	110	169	234
FCF/EBITDA	45%	-29%	47%	50%	57%
CFO/EBITDA	39%	24%	89%	82%	83%

Model DCF

(mln USD)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Marża olej (USD/t)	57	81	95	113	116	113	105	97	88	85	84
Pszemica (USD/t)	155	170	190	199	199	199	199	199	200	201	202
Kukurydza (USD/t)	160	175	185	194	194	194	194	194	195	196	197
Przychody	2 533	2 884	3 239	3 618	3 723	3 788	3 844	3 901	3 964	4 036	4 112
EBITDA	234	337	411	468	479	477	462	446	431	426	425
marża EBITDA	9,3%	11,7%	12,7%	12,9%	12,9%	12,6%	12,0%	11,4%	10,9%	10,6%	10,3%
EBIT	182	282	352	412	425	421	406	391	377	369	367
Podatek	8	15	20	24	26	25	24	23	22	50	49
CAPEX	-100	-110	-110	-45	-47	-50	-52	-55	-57	-57	-57
Kapitał obrotowy	-17	-43	-47	-49	-21	-21	-21	-21	-22	-23	-24
FCF	110	169	234	350	385	381	365	346	328	296	294
PV FCF	103	136	162	205	190	157	126	102	82	62	
WACC	16,2%	16,3%	16,6%	16,9%	17,4%	17,8%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Risk-free rate	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%

Bilans

(mln USD)	15/16	16/17	17/18P	18/19P	19/20P
Aktywa	1 509	2 009	2 009	2 150	2 309
Aktywa trwałe	789	888	937	994	1 048
Kapitał własny	995	1 153	1 179	1 347	1 533
Udział mniejszości	2	5	5	5	5
Dług netto	276	508	547	478	394
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,6	2,3	1,4	1,0
Dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3

Analiza porównawcza

	P / E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	2,4	4,7	4,2	3,8	3,3	5,1
Maksimum	42,8	33,5	14,2	11,8	11,1	8,7
Mediana	15,6	14,4	10,7	7,8	8,2	6,2
waga	40%	10%	0%	40%	10%	0%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 222
Dług netto	547
Inne korekty	5
Wycena DCF na akcję (PLN)	44,90

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	50,24
DCF	50%	44,90
Cena wynikowa		47,57
Koszt kapitału 9M		12,4%
Cena docelowa za 9M		53,47

KGHM akumuluj (podwyższona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Pozytywnie na sentyment do producentów miedzi wpływają informacje rynkowe o możliwych przestojach produkcyjnych w 2018 roku. Według nich w bieżącym roku zagrożone jest wydobycie odpowiadające za 5-7 mln ton rocznej produkcji (25-35% górniczej miedzi w skali roku). Z uwagi na prawdopodobne zakłócenia w produkcji miedzi zakładamy, że średnia cena miedzi w 1Q'18 wyniesie 7150 USD/t, w 2Q'18 7700 USD/t, w 3Q'18 7400 USD/t oraz w 4Q'18 7200 USD/t. Największym wyzwaniem dla KGHM w 2018 roku będzie wzrost płac (zakładamy +6% r/r; +300 mln PLN kosztów). Dodatkowo potencjalne twardsze negocjacje w Sierra Gorda będą mieć miejsce w 2H'18 (układ wygasa na początku 2019 roku). Potencjalnym zaskoczeniem w 2018 roku mogłaby być zmiana w formule podatku od wydobycia kopalin. W roku wyborczym (wybory samorządowe) Rząd mógłby się zdecydować na złagodzenie jego wpływu na celu zwiększenia potencjalnej nagrody dla pracowników, która liczona jest od wyniku netto. W budżecie na 2018 rok wpływy z podatku założono na 1,3 mld PLN (vs. 1,6 mld PLN w 2017 roku; po I-XI wykonanie budżetu 1,6 mld PLN). Naszym zdaniem rynek już oświł się z problemami przerobu koncentratu na Hucie Głogów, które będą mieć negatywny wpływ na wyniki w IH'18. Inwestorzy z kolei już wkrótce mogą zacząć spekulować, że w 2H'18 nastąpi zwiększenie przerobu miedzi z wsadów własnych (obecnie zapas ponad 70 tys. ton miedzi w koncentracie wobec średniego zapasu 5-10 tys. ton). To z kolei miałyby wpływ na zwiększenie marży (własna produkcja wyżej marżowa). Podwyższamy nasze prognozy dla KGHM, a nową cenę docelową podnosimy do 128,62 PLN/akcja (wcześniej 114,71 PLN/akcja). Podwyższamy naszą rekomendację dla KGHM do akumuluj (wcześniej trzymaj).

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	421	376	358	386	398
Cu KGHM Int (tys. ton)	98	90	81	84	68
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	25	52	52	55	54
Srebro Grupa (ton)	1 293	1 207	1 328	1 264	1 309
Złoto Grupa (tys. troz)	195	229	220	228	178
Przepływy oper.	4 163	4 212	2 627	5 861	5 549
Amortyzacja	1 943	1 698	1 669	1 726	1 842
Kapitał obrotowy	-85	386	-1 575	582	799
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	-565	-1 813
Dywidenda/buyback	-800	-300	-200	-492	-1 740
FCF	-3 155	186	684	3 231	2 592
FCF/EBITDA	-176%	5%	15%	50%	45%
CFO/EBITDA	4%	1%	1%	2%	8%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Miedź (USD/t)	6 015	7 363	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000
Srebro (USD/oz)	17,2	17,4	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
Molibden (USD/t)	15 547	15 754	15 600	15 600	15 600	15 600	15 600	15 600	15 600	15 600	15 600
Przychody	19 722	22 293	22 032	22 645	22 375	22 251	22 153	22 044	20 734	20 749	20 786
EBITDA	4 612	6 491	5 784	6 285	5 905	5 752	5 624	5 498	5 106	5 011	5 046
marża EBITDA	14,9%	21,4%	17,9%	19,2%	17,2%	16,1%	15,0%	14,0%	12,6%	11,8%	11,6%
EBIT	2 943	4 765	3 942	4 350	3 854	3 593	3 326	3 095	2 616	2 439	2 421
Podatek	799	1 290	1 112	1 210	1 101	1 049	997	950	856	823	819
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	582	799	-5	2	1	1	1	12	0	0
FCF	684	3 231	2 592	2 738	2 429	2 279	2 155	2 026	1 688	1 563	1 601
PV FCF	688	3 020	2 246	2 193	1 803	1 567	1 374	1 196	926	795	
WACC	7,3%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	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	111,50 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	128,62 PLN	+15,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	128,62 PLN	2018-02-02
poprzednia	trzymaj	114,71 PLN	2018-01-05
Podstawowe dane			
		KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+0,3% -2,6%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+0,3% -2,6%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	51,5 mln PLN
MC (mln PLN)	22 300,0	Średni obrót 6M	71,2 mln PLN
EV (mln PLN)	29 913,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,4 -15,4%
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	5,2 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	20 008	19 156	19 722	22 293	22 032
EBITDA skor.	1 789	3 440	4 612	6 491	5 784
marża EBITDA	8,9%	18,0%	23,4%	29,1%	26,3%
EBIT skor.	-154	1 742	2 943	4 765	3 942
Zysk netto skor.	1 786	1 555	3 066	3 480	2 835
P/E skor.	12,5	14,3	7,3	6,4	7,9
P/BV	1,1	1,4	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA skor.	16,2	8,6	6,5	4,2	4,5
DPS	4,00	1,50	1,00	2,46	8,70
DYield	3,6%	1,3%	0,9%	2,2%	7,8%
Zmiana prognoz					
EBITDA (skor.)			+2,6%	+31,9%	+2,3%
Zysk netto (skor.)			+3,7%	+52,8%	+3,4%
Miedź (USD/t)			-1,3%	+8,3%	+2,9%
Srebro (USD/oz)			+0,1%	+2,1%	0,0%
Molibden (USD/t)			-0,1%	+1,0%	0,0%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	36 764	33 442	35 854	39 530	40 555
Aktywa trwałe	30 448	27 202	28 124	28 950	29 987
Kapitał własny	20 211	15 772	18 033	21 021	22 116
Udział mniejszości	203	139	139	139	139
Dług netto	6 554	7 238	7 474	4 730	3 873
Dług netto/EBITDA (x)	3,7	2,1	1,6	0,7	0,7
Dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,5	0,4	0,2	0,2

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	15 808
Dług netto	7 238
Inne korekty	553
Wycena DCF na akcję (PLN)	96,72

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	145,26
DCF	50%	96,72
Cena wynikowa		120,99
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		128,62

Stelmet kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Stelmet w sezonie 2017/2018 korzystać będzie na zwiększeniu efektywności produkcji zakładu w Grudziądzu oraz zamknięciu drogiej produkcji w Telford (wygaszonej w 1Q'17). Spółka może stać się beneficjentem niestabilnej pogody w Wielkiej Brytanii na początku sezonu zimowego (liczne sztormy). W efekcie liczymy na dwucyfrowy wzrost wolumenów sprzedaży na wyspach w sezonie 2017/18 (oczekiwane +12,5% r/r). Dodatkowym elementem wspierającym może być zapowiadany przez Zarząd wzrost cen na tym rynku (oczekiwane +5% r/r w GBP). Przy oczekiwanej dynamicznej poprawie rezultatów rynek w drugiej połowie roku znów powinien dyskontować fakt, że Stelmet jest europejskim liderem swojej branży. Wówczas inwestorzy nie powinni mieć problemów z zaakceptowaniem wyższych niż w przypadków spółek przemysłowych wskaźników wyceny. Dodatkowym argumentem za wzrostem cen akcji może być potencjalna akwizycja. Jeżeli miałyby mieć miejsce w drugiej połowie roku, to wówczas rynek w większym stopniu uwierzyłby w dynamiczny wzrost sprzedaży w kolejnych latach. Największym zagrożeniem dla Stelmet naszym zdaniem jest potencjalne umocnienie PLN do EUR – gdyż spółka ponad 50% sprzedaży plasuje na rynkach Europy Zachodniej. Korygujemy nieznacznie naszą cenę docelową z 28,94 PLN/akcja do 28,37 PLN/akcja oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

19,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

28,37 PLN

+47,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	28,37 PLN	2018-02-02	
poprzednia	kupuj	28,94 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane			STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	+33,3%	+30,4%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	+33,3%	+30,4%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	563,8	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	745,3	EV/EBITDA 12M fwd	-	-
Free float	15,0%	EV/EBITDA 5Y avg	-	-

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	573	567	538	592	658
EBITDA	79	82	58	84	105
marża EBITDA	13,7%	14,5%	10,7%	14,2%	16,0%
EBIT	59	62	21	46	67
Zysk netto	65	68	19	42	61
P/E	8,3	7,9	29,0	13,5	9,3
P/BV	1,6	1,4	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	8,7	9,1	12,9	8,5	6,3
DPS	1,07	0,29	0,00	0,00	0,71
DYield	5,6%	1,5%	0,0%	0,0%	3,7%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			-8,5%	-7,1%	-1,1%
Zysk netto			-11,7%	-9,0%	-3,0%
DAO (PLN/m3)			-1,4%	-1,7%	0,0%
DAO vol (tys. m3)			-3,1%	-2,8%	0,0%
Drewno (PLN/m3)			-2,4%	-2,3%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż DAO (PL)	18	19	20	21	22
Sprzedaż DAO (UK)	210	158	179	200	214
Sprzedaż DAO (FR)	118	120	125	133	140
Sprzedaż DAO (DE)	94	101	107	117	124
Sprzedaż Pellet	57	68	78	83	86
Przepływy oper.	114	39	73	90	104
Amortyzacja	21	37	39	39	39
Kapitał obrotowy	40	-2	-9	-12	-9
Przepływy inw.	-186	-62	-39	-14	-16
CAPEX	185	62	39	14	16
Przepływy fin.	62	76	-4	-25	-40
Dywidenda/buyback	-8	0	0	-21	-36
FCF	-66	-11	35	77	89
FCF/EBITDA	-80%	-18%	42%	73%	76%
CFO/EBITDA	138%	68%	87%	85%	88%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
DAO (PLN/m3)	1 899	1 930	1 948	1 966	1 984	2 000	2 017	2 034	2 052	2 071	2 089
DAO vol (tys. m3)	255	280	300	321	341	361	366	371	371	372	372
Drewno (PLN/m3)	255	259	264	269	274	280	285	291	297	303	309
Przychody	592	658	709	761	814	867	887	907	917	926	935
EBITDA	84	105	118	130	142	153	152	151	145	139	133
marża EBITDA	14,2%	16,0%	16,6%	17,1%	17,4%	17,6%	17,1%	16,6%	15,9%	15,1%	14,2%
EBIT	46	67	79	90	101	112	110	108	102	95	89
Podatek	0,1	2,4	3,0	4,6	6,3	7,7	6,7	5,6	1,9	17,7	16,5
CAPEX	-39	-14	-16	-25	-28	-30	-33	-36	-39	-43	-44
Kapitał obrotowy	-9,4	-11,7	-9,2	-9,2	-9,4	-9,4	-3,6	-3,6	-1,6	-1,6	-1,7
FCF	35	77	89	91	98	105	109	106	103	78	73
PV FCF	34	68	72	68	67	66	63	57	51	35	31
WACC	7,7%	7,9%	8,1%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	751	821	871	922	965
Aktywa trwałe	534	554	555	531	509
Kapitał własny	390	454	496	535	571
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	214	182	151	100	53
Dług netto/EBITDA (x)	2,6	3,2	1,8	1,0	0,5
Dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17	18P	19P	17	18P	19P
Minimum	11,0	9,3	8,6	5,5	5,5	4,8
Maksimum	56,3	53,4	51,0	18,5	23,1	18,3
Mediana	16,8	14,8	14,4	7,7	7,2	6,9
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	581
Dług netto	182
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	30,96

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	22,41
DCF	50%	30,96
Cena wynikowa		26,69
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		28,37

Budownictwo

Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
						2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Budimex	5 050	3 531	-1 518	756	-201%	6 167	7 045	7 030	603	529	499	567	493	464	450	397	373
Elektrobudowa	386	294	-92	404	-23%	853	855	828	66	63	55	52	48	40	43	41	35
Elektrotim	87	80	-7	77	-9%	286	300	285	10	16	14	7	13	11	4	9	7
Erbud	281	329	48	270	18%	1 822	1 921	1 967	51	56	56	41	45	45	26	29	30
Herkules	154	252	99	220	45%	132	162	209	28	41	48	8	21	27	3	13	19
Torpol	183	104	-79	195	-41%	657	1 209	1 660	8	37	55	-7	22	39	-15	15	28
Trakcja	372	430	58	745	8%	1 411	1 482	1 753	70	60	81	41	30	50	28	21	36
Ulma	318	268	-50	284	-18%	195	212	227	71	81	95	22	34	43	17	26	33
Unibep	302	312	11	246	4%	1 576	1 607	1 621	36	47	58	26	38	49	26	31	37
ZUE	142	130	-12	198	-6%	390	739	956	2	20	29	-8	10	19	-9	8	15
Suma	7 274	5 731	-1 543	3 395	-45%	13 489	15 531	16 536	946	951	990	750	753	787	574	589	612
Dynamika r/r						7%	15%	6%	-1%	0%	4%	-3%	0%	5%	-2%	3%	4%
Dynamika r/r bez BDX						4%	16%	12%	-18%	23%	17%	-31%	42%	24%	-30%	54%	24%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			P/BV			DYield		
	aktualne	zmiana				2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Budimex	OW	►	246,00	197,80	-6,7%	11,2	12,7	13,5	5,4	6,7	7,5	5,8	6,1	6,3	7,6%	8,7%	7,9%
Elektrobudowa	OW	►	113,00	81,20	+4,8%	8,9	9,5	11,2	4,1	4,6	5,1	1,0	1,0	1,0	12,3%	9,9%	8,6%
Elektrotim	OW	-	-	8,70	-0,6%	22,0	9,9	11,9	7,8	5,0	5,4	1,0	1,0	1,0	4,0%	5,7%	6,3%
Erbud	OW	-	29,80	21,90	+8,1%	10,7	9,6	9,5	4,0	4,5	4,3	1,0	0,9	0,9	5,4%	4,7%	5,2%
Herkules	N	-	-	3,54	+10,6%	52,8	11,8	8,3	8,8	5,8	4,8	0,7	0,7	0,7	4,5%	4,5%	5,1%
Torpol	N	►	-	7,98	+1,0%	-	12,5	6,4	18,9	5,1	3,9	0,9	0,9	0,8	5,5%	-	2,4%
Trakcja	N	►	-	7,24	+0,0%	13,1	18,0	10,4	5,3	6,9	5,4	0,5	0,5	0,5	6,9%	2,8%	4,1%
Ulma	N	-	-	60,50	-13,5%	18,7	12,4	9,8	3,7	3,5	3,1	1,1	1,1	1,0	8,9%	6,6%	6,6%
Unibep	OW	-	10,80	8,60	-13,3%	11,4	9,7	8,2	8,8	6,8	5,4	1,2	1,1	1,0	2,3%	2,9%	3,6%
ZUE	N	►	-	6,18	+1,3%	-	17,2	9,7	78,2	7,9	6,6	0,7	0,7	0,6	-	-	1,7%
Mediana					+0,5%	12,3	12,1	9,7	6,6	5,5	5,3	1,0	1,0	0,9	5,5%	5,2%	5,2%

Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie; *Dług netto/kapitał własny

Elektrotim

Po bardzo słabym 2016 r. i pierwszej połowie 2017 r. Elektrotim pozytywnie zaskoczył rynek, zarówno poziomem przychodów jak i wypracowanymi marżami. Portfel zamówień na koniec 3Q'17 był o 9% wyższy r/r. Zarząd wydaje się również bardziej optymistyczny w kwestii jego marżowości. Baza na najbliższe trzy kwartały pozostaje niska. Spodziewamy się cyklicznej poprawy wyników Elektrotimu zgodnie ze specyficzną dla spółki sezonowością. Spółka posiada dodatnią pozycję gotówkową netto. Spodziewamy się istotnego wzrostu dywidendy względem 2017 r. Podtrzymujemy rekomendację „przeważaj”.

Herkules

Herkules powinien wejść w 2018 r. z czystą kartą, odpisując należności od Vistalu oraz uwzględniając utratę wartości spółki zależnej Viatron całkowicie w wynikach 4Q'17. Nasze szacunki wyników na 2018 r. implikują wskaźniki zbliżone do sektorowej średniej. Uwzględniamy w nich pierwsze przychody z kontraktu na budowę sieci GSM-R, którego wartość w części przypadającej Herkulesowi wynosi ok. 300 mln PLN. Główna część prac budowlanych przypadnie na lata 2019-2021. Łączny zysk netto na powyższym kontrakcie prognozujemy na 25 mln PLN. Bieżącą wartość kontraktu szacujemy na około 0,45 PLN na akcję, zakładając, że spółka zrealizuje prace na marży oczekiwanej przez zarząd. Podsumowując, przy rosnącym rynku budowlanym spodziewalibyśmy się wzrostu wyników Herkulesa w 2018 r. Przed bardziej optymistycznymi szacunkami powstrzymuje nas relatywnie słaby 3Q'17. Oczyszczane wyniki za 4Q'17 powinny rzucić więcej światła na to, czy słaby 3Q był wypadkiem przy pracy, czy oznacza większy problem. Nie zmieniamy rekomendacji „równoważ” dla akcji Herkulesa.

Torpol

Inwestycja w Torpol wiąże się z tymi samymi czynnikami ryzyka, jak w innych spółkach budownictwa kolejowego: ryzyko dostępności materiałów i pracowników oraz trudności logistyczne związane z bezprecedensowym spiętrzeniem prac budowlanych w latach 2018-2021. W naszej ocenie, Torpol ma jednak większe szanse na zakończenie realizowanych budów z satysfakcjonującą marżą. Po pierwsze, ZUE posiada w portfelu więcej krótkich kontraktów. Średni okres realizacji zleceń kolejowych Torpolu to 28 miesięcy vs. 31 miesięcy w Trakcji i 38 miesięcy w ZUE. Po drugie, wskaźnik ceny do budżetu w kontraktach pozyskanych przez Torpol wyniósł 87% vs. 81% w ZUE vs. 75% w Trakcji. Wśród zleceń pozyskanych przez Torpol jest zlecenie dla Tauronu na 367 mln PLN, w którym Torpol był jedynym oferentem (układ Torowy na potrzeby budowanego bloku w Jaworznie). Cena Torpolu w powyższym przetargu była o ponad 100% wyższa od budżetu inwestora. Na koniec września Torpol posiadał najsilniejszą pozycję gotówkową spośród spółek budownictwa kolejowego. Specyficznym ryzykiem w Torpolu pozostaje rynek Norweski, na którym spółka wciąż nie pozyskała dużych kontraktów mogących pokryć rosnące koszty stałe. Głównie z obawy o negatywny wpływ Norwegii, obniżamy nasze prognozy dla Torpolu o około 30% na lata '18-19. Na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA Torpol pozostaje jednak najtańszą spółką w segmencie kolejowym. Podtrzymujemy rekomendację „równoważ”.

Trakcja

Mimo relatywnie większego potencjału Trakcja pozyskała do końca 2017 r. kontrakty kolejowe o wartości niższej o około 40% niż w Torpolu oraz niższej o około 30% niż w ZUE. Relatywnie niski portfel zamówień w Polsce nie jest jednoznacznie negatywny. W 2018 r. spodziewamy się zbliżonej wartości otwarć ofert jak w 2017 r. Stwarza to dla Trakcji szansę pozyskania zamówień przy lepszych cenach w związku z niższą aktywnością konkurentów. Niepokoi jednak niski portfel zamówień na rynku litewskim, który w poprzednich kilku latach odpowiadał za większość zysku spółki. Szacujemy, że Trakcja wypracowała w 2017 r. lepszy wynik finansowy niż jej konkurenci, niemniej istotnie obniżamy oczekiwania na lata 2018-19 (-27%). W naszych szacunkach Trakcja jest jedyną spółką z budownictwa kolejowego, dla której oczekujemy spadku zysku w 2018 r. (w przypadku Torpolu i ZUE baza 2017 r. jest bardzo niska). Sądzymy, że przestrzeń do istotnego spadku kursu w Trakcji jest ograniczona, tymczasem sentyment do spółki może istotnie się poprawić w przypadku wysokiej skuteczności w tegorocznych przetargach. Pierwsze większe otwarcia są zaplanowane na II/III'18. Podtrzymujemy rekomendację „równoważ”.

Ulma

Wyniki Ulmy za 2017 r. powinny być tylko nieznacznie niższe od naszych szacunków sprzed roku, co można uznać za sukces, biorąc pod uwagę pogorszenie otoczenia konkurencyjnego. W 2018 r. spodziewamy się dalszego wzrostu zysku, wraz ze wzrostem rynku budowlanego. Spółka utrzymuje rezerwy gotówkowe, które, podobnie jak w minionym roku, mogłyby częściowo zostać przeznaczone na dywidendę. Nie zmieniamy pozycjonowania „równoważ”.

ZUE

Portfel zamówień ZUE na koniec 3Q'17 (2,2 mld PLN) sześciokrotnie przewyższał średnie przychody z lat 2016-17, wzbudzając uzasadnione obawy o możliwość realizacji kontraktów, których podjęła się spółka. W 4Q do backlogu dołączyło jeszcze kilka znaczących zleceń. Czas realizacji ponad 75% pozyskanych kontraktów przekracza 3 lata. W trakcie 2018 r. w ZUE (jak i w innych spółkach budowlanych) wskazana będzie bardziej szczegółowa analiza bilansu. W 2017 r. to właśnie w ZUE najbardziej widoczny był wzrost wartości kwot należnych od odbiorców. Podtrzymujemy pozycjonowanie „równoważ”.

Budimex kupuj (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Pomimo niekorzystnego otoczenia rynkowego spodziewamy się mocnego 4Q w Budimeksie i realizacji naszych wcześniejszych prognoz na cały '17. Szacujemy, że I marża segmentu budowlanego wyniesie około 11,5% i w samym 4Q nie będzie istotnie odbiegać od poziomów obserwowanych w 9M'17. Urzeczywistnienie powyższych prognoz na 4Q byłoby w naszej ocenie sygnałem, że obserwowany w 2H'17 wzrost kosztów nie powinien w 2018 r. przełożyć się na gwałtowne załamanie marż. Uważamy, że rynek wciąż nie docenia skali rezerw zawiązanych przez spółkę w minionych latach oraz ewentualności, że istotna część tych rezerw może stanowić przyszłą marżę spółki. Posiadanie ujemnego kapitału obrotowego netto nie jest standardem w branży budowlanej, a tym bardziej standardem nie jest ujemny kapitał pracujący na poziomie 30-40% rocznych przychodów. Niezależnie od powyższego sądzimy, że otoczenie w sektorze budowlanym pozostanie niekorzystne w 2018 r., stąd korygujemy nasze oczekiwania odnośnie marż osiągniętych przez spółkę. Portfel zamówień na przełomie 2017/18 był rekordowy (9,5-10,0 mld PLN), stąd spodziewamy się wzrostu przychodów w nadchodzącym roku. W naszej ocenie rynek zbyt nisko obniżył oczekiwania odnośnie wyników na lata 2018-19. Zakładamy przez nas spadek I marży segmentu budowlanego o 2,5 p.p. w naszej ocenie adekwatnie oddaje ryzyko. W naszej wycenie uwzględniamy scenariusz spadku gotówki netto o 1,8 mld PLN w horyzoncie najbliższych 8 lat, co obniża naszą wycenę DCF o ok. 70 PLN/akcję. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

197,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

246,00 PLN

+24,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	246,00 PLN	2018-02-02
poprzednia	kupuj	267,00 PLN	2017-07-24
Podstawowe dane			
		BDX PW	vs. WIG
Ticker	BDX PW	Zmiana 1M	-6,7% -9,6%
ISIN	PLBUDMX00013	Zmiana YTD	-6,7% -9,6%
Liczba akcji (mln)	25,5	Średni obrót 1M	2,0 mln PLN
MC (mln PLN)	5 049,9	Średni obrót 6M	2,4 mln PLN
EV (mln PLN)	3 267,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,5 -32,2%
Free float	30,3%	EV/EBITDA 5Y avg	8,2 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	5 134	5 572	6 167	7 045	7 030
EBITDA	315	531	603	529	499
marża EBITDA	6,1%	9,5%	9,8%	7,5%	7,1%
EBIT	292	505	567	493	464
Zysk netto	236	410	450	397	373
P/E	21,4	12,3	11,2	12,7	13,5
P/BV	8,4	6,3	5,8	6,1	6,3
EV/EBITDA	8,6	4,6	5,4	6,7	7,5
DPS	6,11	8,14	14,99	17,27	15,54
DYield	3,1%	4,1%	7,6%	8,7%	7,9%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			-3,7%	+0,1%	+0,1%
MBNS			+0,2 p.p.	-0,9 p.p.	-0,9 p.p.
EBITDA			-0,1%	-8,0%	-8,3%
Zysk netto			-0,6%	-9,8%	-10,3%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	5 134	5 572	6 167	7 045	7 030
budownictwo	4 655	5 060	5 481	6 353	6 315
deweloperka	293	350	519	520	538
pozostałe	187	163	167	172	177
MBNS	9,6%	13,5%	12,8%	10,2%	9,9%
budownictwo	8,8%	12,8%	12,0%	9,5%	9,0%
deweloperka	22,3%	23,4%	20,3%	19,0%	20,0%
pozostałe	10,3%	12,7%	13,0%	10,0%	10,0%
Gotówka	2 413	2 715	1 890	1 613	1 410
Dług netto	-2 349	-2 633	-2 015	-1 738	-1 535
Dług netto / EBITDA	-7,5	-5,0	-3,3	-3,3	-3,1
WC netto	-2 468	-2 597	-2 019	-1 778	-1 595
WC netto / przychody	-48,1%	-46,6%	-32,7%	-25,2%	-22,7%
Kapitał własny	599	801	869	825	802
ROE	42,2%	58,5%	53,9%	46,8%	45,9%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	6 167	7 045	7 030	6 669	6 564	6 463	6 364	6 493	6 623	6 756	6 891
EBITDA	603	529	499	465	421	406	392	397	404	412	419
marża EBITDA	9,8%	7,5%	7,1%	7,0%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Amortyzacja	35	36	34	34	33	33	33	33	33	33	33
EBIT	567	493	464	432	388	373	359	364	371	378	386
Podatek	108	94	88	82	74	71	68	69	70	72	73
NOPLAT	460	399	376	350	314	302	291	295	300	307	313
Zysk z JV (fbSerwis)	-4	2	4	6	7	7	8	9	9	9	9
CAPEX	-27	-29	-31	-32	-33	-33	-33	-33	-33	-33	-33
Kapitał obrotowy	-580	-241	-183	-206	-172	-155	-140	-90	0	0	1
FCF	-116	168	200	152	148	154	158	214	309	316	322
PV FCF	-116	155	170	119	107	103	97	121	161	151	
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	-13	197	232
Amortyzacja	22	26	35	36	34
Kapitał obrotowy	602	155	-580	-241	-183
CF inwestycyjny	-70	-49	-306	-29	-31
CAPEX	-47	-42	-27	-29	-31
CF finansowy	-172	-223	-395	-446	-404
Dywidenda	-156	-208	-383	-441	-397

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	8,6	3,0	2,7	3,7	3,5	3,1
Maksimum	53,0	19,5	17,9	78,2	9,6	8,5
Mediana	13,9	12,2	10,1	7,0	5,6	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)	3 445
Dług netto	-2 250
Inne korekty	-299
Wycena DCF na akcję (PLN)	211,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	191,00
DYield-porównawcza	17%	368,00
DCF	50%	211,00
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		246,00

Elektrobudowa kupuj (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Ostatnie sesje w 2017 r. okazały się bardzo słabe dla akcji Elektrobudowy. Kurs spółki 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. Opóźnienia w inwestycjach energetycznych skłaniają nas do obniżenia oczekiwań na lata 2018-19. Nie zakładamy gwałtownego spadku wyników, licząc na pozytywny efekt rozwiązania rezerw. Ponadto widzimy przestrzeń do kolejnej wysokiej wypłaty dywidendy w związku z silną pozycją gotówkową. Prognozowany przez nas DYield'18=10% jest najwyższy w sektorze budowlanym. W związku z aktualizacją prognoz obniżamy naszą cenę docelową o 16% do 113 PLN, podtrzymując rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

81,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

113,00 PLN

+39,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	113,00 PLN	2018-02-02	
poprzednia	kupuj	134,00 PLN	2017-09-01	
Podstawowe dane		ELB PW	vs. WIG	
Ticker	ELB PW	Zmiana 1M	+4,8%	+1,9%
ISIN	PLELTBD00017	Zmiana YTD	+4,8%	+1,9%
Liczba akcji (mln)	4,7	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	385,5	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	274,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	-35,4%
Free float	34,9%	EV/EBITDA 5Y avg	6,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 242,8	971,5	853,4	855,5	827,7
EBITDA	77,7	75,2	66,5	62,9	55,2
marża EBITDA	6,3%	7,7%	7,8%	7,4%	6,7%
EBIT	63,1	61,8	52,2	48,2	40,3
Zysk netto	50,2	55,1	43,4	40,8	34,5
P/E	7,7	7,0	8,9	9,5	11,2
P/BV	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	4,2	3,8	4,1	4,6	5,1
DPS	0,00	4,00	10,00	8,00	7,00
DYield	0,0%	4,9%	12,3%	9,9%	8,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			-3,2%	-10,4%	-15,1%
MBNS			-0,5 p.p.	-0,3 p.p.	-0,7 p.p.
EBITDA			-10,9%	-10,8%	-20,8%
Zysk netto			-12,0%	-12,8%	-25,2%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 243	971	853	855	828
realizacja projektów	1 007	772	656	656	624
produkcja	194	155	155	155	158
pozostałe	42	44	42	44	46
Marża EBIT	5,1%	6,4%	6,1%	5,6%	4,9%
realizacja projektów	4,1%	8,6%	6,8%	6,0%	5,0%
produkcja	9,7%	-6,1%	3,4%	4,0%	4,0%
pozostałe	6,8%	10,8%	5,7%	5,9%	6,0%
Gotówka	106	137	111	97	103
Dług netto	-60	-102	-111	-97	-103
Dług netto / EBITDA	-0,8	-1,4	-1,7	-1,5	-1,9
WC netto	152	204	150	162	155
WC netto / przychody	12,2%	21,0%	17,5%	18,9%	18,7%
Kapitał własny	387	423	394	396	398
ROE	13,8%	13,6%	10,6%	10,3%	8,7%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	853	855	828	845	863	880	897	915	934	952	971
EBITDA	66	63	55	56	57	58	59	60	61	62	63
marża EBITDA	7,8%	7,4%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,4%
Amortyzacja	14	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
EBIT	52	48	40	41	42	43	44	45	45	46	47
Podatek	13	11	10	10	10	10	10	10	11	11	11
NOPLAT	44	40	34	34	35	36	36	37	38	39	39
CAPEX	-17	-19	-17	-18	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15
Kapitał obrotowy	20	-12	7	-5	-5	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	62	23	38	28	30	33	33	34	35	36	36
PV FCF	62	21	33	22	22	22	20	19	18	17	
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	76	41	54
Amortyzacja	15	13	14	15	15
Kapitał obrotowy	61	13	20	-12	7
CF inwestycyjny	-7	-8	-17	-19	-17
CAPEX	-11	-15	-17	-19	-17
CF finansowy	-62	-34	-84	-36	-31
Dywidenda	0	-19	-47	-38	-33

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	10,0	3,0	2,7	3,7	3,5	3,1
Maksimum	53,0	20,2	18,9	78,2	12,9	11,5
Mediana	15,1	13,3	11,2	7,5	6,4	5,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	523
Dług netto	-54
Inne korekty	88
Wycena DCF na akcję (PLN)	103,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	109,00
DCF	50%	103,00
cena wynikowa		106,00
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		113,00

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. Nominalnie backlog utrzymuje się od 1,5 roku na poziomie ok. 2 mld PLN. Zlecenia posiadane przez spółkę na koniec 3Q'17 w około 90% zostaną zrealizowane do końca 2018 r. W 2017 roku Spółka była zdecydowanie mniej aktywna na dużych przetargach, bardziej narażonych na wzrost kosztów. Średnia wartość raportowanego nowego kontraktu Erbudu w 2017 roku wyniosła 38 mln PLN (-34% r/r). Nasza rekomendacja to kupuj.

Cena bieżąca

21,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

29,80 PLN

+36,1%

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

Podstawowe dane			ERB PW	vs. WIG
Ticker	ERB PW	Zmiana 1M	+8,1%	+5,3%
ISIN	PLERBUD00012	Zmiana YTD	+8,1%	+5,3%
Liczba akcji (mln)	12,8	Średni obrót 1M		0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	280,6	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	208,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	-24,2%
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	10,1	156,7	10,7	9,6	9,5
P/BV	0,9	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	3,5	2,4	4,0	4,5	4,3
DPS	0,51	1,68	1,18	1,02	1,14
DYield	2,3%	7,7%	5,4%	4,7%	5,2%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 763	1 790	1 830	1 921	1 942
budownictwo ogólne	1 131	1 424	1 482	1 547	1 553
inżynieryjno-drogowy	331	142	117	119	122
energetyczny	254	215	232	255	268
Marża EBIT	2,9%	2,6%	2,3%	2,3%	2,3%
budownictwo ogólne	2,9%	2,6%	2,4%	2,1%	2,1%
inżynieryjno-drogowy	3,0%	4,6%	3,3%	1,7%	1,7%
energetyczny	-0,4%	1,1%	1,0%	3,6%	3,9%
Gotówka	254	257	242	216	231
Dług netto	-82	-153	-89	-63	-79
Dług netto / EBITDA	-1,3	-2,7	-1,7	-1,2	-1,4
WC netto	126	38	105	147	138
WC netto / przychody	7,2%	2,1%	5,8%	7,7%	7,1%
Kapitał własny	299	252	281	297	303
ROE	9,7%	0,7%	10,0%	10,2%	9,9%

Przepływy pieniężne

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

Analiza porównawcza

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

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 830	1 921	1 942	1 921	1 949	1 988	2 027	2 068	2 109	2 152	2 195
EBITDA	53	55	55	52	51	52	53	54	55	56	58
marża EBITDA	2,9%	2,8%	2,8%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Amortyzacja	10	10	11	11	11	11	12	12	12	12	12
EBIT	43	44	44	41	40	41	42	43	44	44	45
Podatek	10	10	10	9	9	9	9	9	10	10	10
NOPLAT	33	34	35	32	31	32	33	33	34	35	35
CAPEX	-19	-11	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-13
Kapitał obrotowy	-55	-42	9	2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-31	-9	43	32	28	29	29	30	30	31	32
PV FCF	-30	-8	36	25	20	19	18	17	16	15	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Unibep kupuj (podwyższona)

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. 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 2018 r. spodziewamy się utrzymania wysokich wyników segmentu deweloperskiego oraz segmentu produkcji domów modułowych, które będą równoważyć słabsze wyniki z budowlanki. W związku ze spadkiem kursu akcji w styczniu, podnosimy naszą rekomendację dla akcji Unibepu z akumuluj do kupuj.

Cena bieżąca

8,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

10,80 PLN

+25,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	10,80 PLN	2018-02-02	
poprzednia	akumuluj	10,80 PLN	2018-01-05	
Podstawowe dane			UNI PW	vs. WIG
Ticker	UNI PW	Zmiana 1M	-13,3%	-16,2%
ISIN	PLUNBEP00015	Zmiana YTD	-13,3%	-16,2%
Liczba akcji (mln)	35,1	Średni obrót 1M		0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	301,6	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	315,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,5	-24,1%
Free float	27,7%	EV/EBITDA 5Y avg	7,2	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	12,8	9,5	11,4	9,7	8,2
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	8,0	7,5	8,8	6,8	5,4
DPS	0,15	0,17	0,19	0,25	0,31
DYield	1,7%	2,0%	2,3%	2,9%	3,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 243	1 249	1 576	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

Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBIT bez rewaluacji			Rewaluacja			Zysk netto		
						2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Archicom	397	452	55	374	15%	333	439	540	53	63	88	11	10	10	56	55	74
Atal	1 641	1 915	274	756	36%	874	953	925	232	246	237	-	-	-	179	192	185
BBI Dev.	73	196	123	212	58%	30	74	30	-1	1	-5	1	10	20	-6	4	9
Capital Park	647	1 809	1 162	989	118%	129	151	157	75	101	107	-105	9	25	-12	55	66
Dom Dev.	2 039	2 103	63	881	7%	1 409	1 672	1 577	234	301	294	-	-	-	191	240	235
Echo Inv.	2 084	2 924	840	1 493	56%	612	524	738	32	4	52	220	398	337	305	303	330
GTC	4 548	8 010	3 462	3 842	90%	543	630	690	315	388	440	544	169	190	613	380	439
i2 Dev.	149	266	117	206	57%	76	243	286	14	47	44	0	0	0	11	36	34
JWC	409	631	222	656	34%	389	491	637	47	74	94	-2	0	0	26	49	68
LC Corp	1 387	2 072	685	1 468	47%	711	838	899	222	243	276	-101	6	15	108	183	213
Lokum Dew.	324	411	87	234	37%	223	306	385	56	69	84	0	0	0	43	53	65
P.A. Nova	220	593	373	341	109%	238	216	219	47	54	48	0	0	0	32	33	30
Polnord	343	674	331	704	47%	286	309	331	20	20	28	0	0	0	8	20	24
Robyng	1 117	1 429	312	618	50%	701	1 032	1 002	153	226	214	0	0	0	90	137	139
Ronson	238	403	166	329	50%	235	221	344	19	28	57	0	0	0	10	18	41
Suma	15 616	23 887	8 270	13 101	63%	6 790	8 098	8 761	1 519	1 866	2 059	568	602	597	1 651	1 760	1 951
Dynamika r/r						17%	19%	8%	24%	23%	10%				-	7%	11%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			P/BV			EV/EBIT bez rew.			DYield		
	aktualne	zmiana				2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Archicom	OW	-	-	15,50	-5,5%	7,2	7,2	5,4	0,89	0,84	0,77	8,3	8,3	6,3	6,5%	7,0%	6,9%
Atal	OW	►	49,20	42,40	-0,7%	9,2	8,5	8,9	2,05	1,98	1,96	8,1	7,7	8,2	4,0%	10,1%	10,7%
BBI Dev.	N	►	-	0,70	+9,4%	-	16,6	7,7	0,35	0,34	0,33	-	145,6	-	-	-	-
Capital Park	OW	►	8,42	5,95	+2,8%	-	11,7	9,7	0,65	0,63	0,60	25,1	19,7	21,2	-	-	2,5%
Dom Dev.	OW	►	103,00	82,00	-4,1%	10,7	8,5	8,7	2,04	1,95	1,96	9,2	7,1	7,3	6,2%	9,3%	11,8%
Echo Inv.	OW	►	6,31	5,05	+11,0%	6,8	6,9	6,3	1,25	1,18	1,11	100,1	922,0	63,2	13%	9,9%	10,2%
GTC	N	►	9,70	9,67	-1,3%	7,4	12,0	10,4	1,18	1,11	1,04	25,6	22,4	21,0	2,8%	3,1%	3,6%
i2 Dev.	OW	-	-	15,35	+24,5%	13,8	4,2	4,4	0,65	0,62	0,58	19,8	5,2	5,6	12,4%	16,3%	11,9%
JWC	N	-	-	4,60	+9,3%	15,9	8,3	6,0	0,60	0,56	0,51	13,1	8,4	6,1	-	-	-
LC Corp	OW	►	3,74	3,10	+12,7%	12,8	7,6	6,5	0,94	0,90	0,86	9,7	9,4	8,5	2,3%	8,6%	9,6%
Lokum Dew.	OW	-	-	18,00	+2,6%	7,6	6,1	5,0	1,20	1,05	0,91	7,1	5,5	4,8	4,3%	4,3%	5,4%
P.A. Nova	N	-	-	22,00	-4,3%	6,9	6,6	7,4	0,67	0,65	0,63	12,3	10,4	11,6	3,4%	3,4%	4,5%
Polnord	N	►	-	10,50	+8,8%	45,3	17,3	14,0	0,48	0,47	0,45	37,6	37,2	25,7	-	-	-
Robyng	N	▼	4,03	3,86	+3,8%	12,5	8,1	8,1	1,69	1,54	1,44	10,1	6,7	6,8	7,0%	6,5%	8,0%
Ronson	UW	►	-	1,45	+2,1%	23,2	13,4	5,9	0,70	0,69	0,64	22,6	15,6	7,4	13,1%	5,5%	6,2%
Mediana					+2,8%	10,7	8,3	7,4	0,89	0,84	0,77	12,7	9,4	7,8	6,2%	7,0%	7,5%

Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równowaga, UW (underweight) – niedoważenie; *Dług netto/kapitał własny

Archicom

Archicom utrzymał w '17 pozycję lidera wrocławskiego rynku mieszkaniowego, zwiększając sprzedaż mieszkań o 52% r/r (1,4 tys. lokali). Po akwizycji spółki mLokum oraz znacznych zakupach gruntów, Archicom dysponuje bankiem ziemi na poziomie ponad 4-letniej sprzedaży (6-letniej uwzględniając inwestycje w budowie). Pod tym względem spółka wyróżnia się na tle innych notowanych deweloperów. Szeroki bank ziemi daje przestrzeń do istotnego wzrostu działalności w kolejnych latach. Nasze prognozy na lata 2018-2019 w całości opieramy na projektach będących obecnie w budowie. Nie zmieniamy rekomendacji „przeważaj”.

BBI Development

W 2017 r. BBI Development doświadczyła najsilniejszego spadku kursu (-24%) spośród deweloperów objętych monitoringiem. Był to dla spółki czwarty spadkowy rok z rzędu, a zarazem czwarty z rzędu rok, w którym BBD ponosi stratę netto. Nie jesteśmy przekonani co do długoterminowych korzyści dla akcjonariuszy, wynikających z modelu biznesowego spółki. Realizacja spektakularnych przedsięwzięć, skomplikowanych administracyjnie, przy permanentnym deficycie gotówki jest niezwykle trudnym zadaniem. Pozycja gotówkowa powinna spektakularnie poprawić się w 2019 r. w związku ze sprzedażą Centrum Marszałkowska oraz Kwartału Centralnego Konesera. W 2H'18 widzimy szansę na zaliczkę z pierwszego obiektu, zakładając zawarcie umowy przedwstępnej. Łącznie z obu obiektów spółka powinna wygenerować ok. 200 mln PLN

gotówki przy sprzyjających warunkach rynkowych (nasze prognozy zakładają ok. 150 mln PLN), co oznaczałoby przejście ze strefy wysokiego zadłużenia na netto. Pozytywnego cash flow spodziewamy się dopiero w drugiej części roku. Wtedy też powinny wyklarować się ramy czasowe dla inwestycji Roma Tower - potencjalne źródło zysków spółki w latach 2019+. Przy wycenie 0,4xNAV BBI Development może być w 2018 r. ciekawą propozycją dla inwestorów akceptujących wysokie ryzyko. Katalizatory wzrostu mogą jednak przyjść w drugiej połowie roku. Podtrzymujemy pozycjonowanie „równoważ”.

i2 Development

Mimo dynamicznego wzrostu kursu na początku roku i2D pozostaje najtańszym deweloperem na wskaźnikach P/E, P/BV oraz DYield w horyzoncie '17-19. Ubiegłoroczna przecena mogła wynikać z rosnącego zadłużenia i słabych wyników finansowych, które zniechęcały potencjalnych inwestorów. Uważamy, że okres słabszych wyników finansowych oraz wysoko zalewarowanego bilansu wynikał z naturalnej dynamiki procesu inwestycyjnego w branży deweloperskiej. W latach 2018-2019 zyski ulegną zdecydowanej poprawie w związku z rozliczeniem sztandarowej inwestycji Spółki - Bulwaru Staromiejskiego. Ponadto, poczynione w 2H'17 akwizycje gruntów zabezpieczają wyniki w horyzoncie 2020 r. Nasze prognozy na lata 2018-2020 implikują P/E=4,5x, DYield=11,5% oraz P/BV=0,75x (korygowane o goodwill). Rekomendujemy „przeważenie” akcji i2 Development.

JWC

Spółka wciąż pozostaje beneficjentem bardzo dochodowej inwestycji przy ul. Kasprzaka w Warszawie. Do końca 2017 r. JWC rozpoznała w wynikach około 40% mieszkań realizowanych w ramach projektu. Pozostałe 60% zbuduje wyniki lat '18-20. Niezmiennym problemem w JWC są opóźnienia w realizacji inwestycji, które są większe niż w innych spółkach z branży. W '17 nie przewidzieliśmy skali zjawiska i byliśmy zmuszeni do korekty prognoz ZN na '17-18 aż o 45%. Zaktualizowane wskaźniki prezentują się atrakcyjnie na tle sektora, jednak w naszej ocenie wyniki w okresie '18-20 nie będą reprezentatywne z perspektywy długoterminowego potencjału spółki. Atrakcyjność dewelopera obniża słaby bank ziemi (nie licząc Kasprzaka) oraz brak dywidendy. Rekomendujemy „równoważenie” JWC w portfelu inwestycyjnym.

Lokum Deweloper

Spółka wśród mniejszych deweloperów mieszkaniowych, Lokum Deweloper wzrósł najsilniej w 2017 (+53%), zamykając dyskonto względem innych spółek z sektora. Lokum oferuje najniższy DYield wśród deweloperów z pozytywną rekomendacją (payout 50%). Spółka wciąż jest jednak notowana z około 20% dyskontem na P/E'18-19. Udane wejście na rynek krakowski pozwoli na wzrost ZN dewelopera w tempie ponad 20% w latach 2018-19. Zakupy ziemi w 2017 ograniczyły się do jednej nowej lokalizacji, gdyż spółka zabezpieczyła potrzeby pod tym kątem w 2016 roku. Obecny bank ziemi pozwala na wzrost wyników spółki również w 2020 r. Rekomendujemy „przeważenie” akcji Lokum.

P.A. Nova

W 4Q'17 Pan Piotr Korek zastąpił na stanowisku prezesa zarządu Panią Ewę Bobkowską, która pozostała w zarządzie. Jak dotąd spółka nie przedstawiła nowej strategii, niemniej spodziewalibyśmy się, że nowy prezes może wnieść do spółki nowe pomysły, wymagające finansowania. Dlatego też nie zakładamy wzrostu dywidendy w nadchodzącym roku ponad oferowane w minionych latach 0,75 PLN (DYield: 3,4%). P.A. Nova jest mocno zalewarowana lecz jednocześnie generuje stabilne nadwyżki pieniężne. Większość zysków pochodzi z wynajmu powierzchni handlowej. Nowe inwestycje mają umiarkowaną skalę. Generalnie spółkę postrzegamy jako najbardziej defensywną propozycję w ramach portfela. Jako że w bieżącym roku preferujemy spółki z większą ekspozycją na dobrą koniunkturę, pozostawiamy neutralne pozycjonowanie pomimo atrakcyjnych wskaźników finansowych (P/E~7x. P/B~0,65x).

Polnord

Pod względem operacyjnym 2017 r. w Polnordzie oceniamy słabo. Spółka nie zdołała znacząco zredukować zadłużenia mimo ograniczonych zakupów ziemi. Wyniki finansowe za 2017 będą prawdopodobnie zdecydowanie niższe niż oczekiwaliśmy rok temu i co istotniejsze, nie spodziewamy się poprawy do poziomu, który uzasadniałby dzisiejszą kapitalizację. Z punktu widzenia kursu akcji najważniejszym zdarzeniem ubiegłego roku był zakup 5-procentowego pakietu akcji Polnordu przez Murapol po cenie 11,1 PLN (XII'17) oraz późniejsza deklaracja prezesa Murapolu, że nie wyklucza dalszego wzrostu zaangażowania w Polnordzie. Uważamy, że ewentualna akwizycja i integracja Polnordu przez Murapol ma największy sens ekonomiczny, głównie ze względu na synergie kosztowe. Poprzestanie na pakiecie mniejszościowym jest według nas mniej opłacalne. Stąd spekulacja pod wezwanie na 100% akcji Polnordu powinna trzymać kurs akcji Polnordu. Jednocześnie zwracamy uwagę, że w scenariuszu braku wezwania, Polnord nie jest według nas atrakcyjną inwestycyjnie spółką w ramach sektora deweloperów mieszkaniowych. Podtrzymujemy rekomendację „równoważ” dla akcji Polnordu.

Ronson

Ronson pozostaje jedną z najmniej preferowanych spółek w sektorze. Mimo mocnego rynku w 2017 r. deweloperowi nie udało się utrzymać sprzedaży na poziomie z 2016 r., co częściowo można przypisać opóźnieniami w uzupełnianiu oferty a częściowo jej relatywnie niskiej atrakcyjności. Wyższe od średnie zadłużenie ogranicza potencjał dywidendowy, tym bardziej że spółce przydałoby się kilka działek, by zabezpieczyć wyniki w horyzoncie 20'21. Podtrzymujemy rekomendację „niedoważaj”.

Atal akumuluj (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Jednym z większych osiągnięć Atalu w 2017 r. były akwizycje nowych gruntów. Łączne wydatki na ten cel szacujemy na około 220-240 mln PLN na około 5,5 tys. mieszkań (ok. 800 PLN/PUM), co oznaczałoby wzrost o ponad 100% względem 2016 r. W akwizycjach pomogła Atalowi obecność w siedmiu aglomeracjach - najszerze pokrycie polskiego rynku wśród deweloperów giełdowych. Większym wyzwaniem dla spółki okazało się terminowe ukończenie realizowanych inwestycji oraz rozpoczęcie nowych. Pod tym względem plany z początku roku były o około 25% wyższe. Problem z pozyskiwaniem pozwoleń na budowę oraz firm wykonawczych są jednak zjawiskiem, które dotyka całą branżę. Na mocnym rynku mieszkaniowym nie przeszkodziło to Atalowi w realizacji naszych celów sprzedażowych. W 2017 r. spółka znalazła nabywców na 2,8 tys. mieszkań, (+14% r/r). Obniżamy jednocześnie nasze oczekiwania odnośnie przekazań mieszkań w horyzoncie 2017-2019 o średnio 3%, co przekłada się na korektę ZN'17-19. Szacujemy, że przy obecnej skali inwestycji w budowie (ok. 5,2 tys. lokali) oraz banku ziemi (ok. 10,4 tys. lokali). Atal jest w stanie rozliczać w wynikach po około 2,5 tys. mieszkań rocznie aż do 2022 r., bez akwizycji nowych gruntów. Jednocześnie spółka obniżyła wskaźniki zadłużenia (dług netto/kapitał własny) z 47% na koniec 2016 r. do 36% na koniec 3Q'17. W konsekwencji prawdopodobne jest podwyższenie wskaźnika wypłaty dywidendy do 90% (założenie z naszych prognoz) lub nawet 100%. Podwyższamy naszą cenę docelową dla akcji Atalu z 45,0 PLN do 49,2 PLN i podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Cena bieżąca

42,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

49,20 PLN

+16,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	49,20 PLN	2018-02-02
poprzednia	akumuluj	45,00 PLN	2017-09-01
Podstawowe dane			1AT PW vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	-0,7% -3,6%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	-0,7% -3,6%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 641,5	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN
EV (mln PLN)	1 874,1	EV/EBITDA 12M fwd	7,9 -4,1%
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	873,8	953,0	925,4
ZBNS	62,8	136,9	256,7	276,0	268,6
marża ZBNS	27,7%	27,0%	29,4%	29,0%	29,0%
EBIT	40,8	114,8	232,2	246,0	237,2
Zysk netto	47,3	89,4	178,9	192,3	184,7
P/E	34,7	18,4	9,2	8,5	8,9
P/BV	2,6	2,4	2,0	2,0	2,0
EV/EBITDA	43,8	16,8	8,0	7,6	8,2
DPS	0,00	0,61	1,70	4,30	4,52
DYield	0,0%	1,4%	4,0%	10,1%	10,7%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			-4,2%	+2,0%	-5,8%
MBNS			+0,3 p.p.	-0,4 p.p.	-1,1 p.p.
EBIT			-1,7%	+0,8%	-10,3%
Zysk netto			-1,6%	+1,1%	-10,3%
Przekazane lokale			-5,3%	+1,7%	-5,7%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przekazane lokale (szt.)	628	1 404	2 287	2 559	2 651
Przychód (tys. PLN)/lokal	344	353	382	372	349
SG&A	22	24	28	29	30
SG&A/przychody	9,5%	4,8%	3,2%	3,0%	3,3%
Marża EBIT	18,0%	22,6%	26,6%	25,8%	25,6%
Marża zysku netto	20,8%	17,6%	20,5%	20,2%	20,0%
Gotówka	130	187	246	218	132
Dług netto	199	324	241	249	314
Dług netto/kap. wlas.	32%	47%	30%	30%	38%
Zapasy	882	1 132	1 296	1 233	1 315
Zapasy/przychody	389%	223%	148%	129%	142%
Zaliczki	184	231	298	211	228
Zaliczki/zapasy	21%	20%	23%	17%	17%
Kapitał własny	623	688	802	828	838
ROE	10,8%	14,4%	26,0%	24,0%	22,3%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	874	953	925	1 020	867	884	902	920	938	957	976
EBITDA	234	247	239	244	188	186	190	193	197	201	205
marża EBITDA	26,7%	26,0%	25,8%	23,9%	21,7%	21,1%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Amortyzacja	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
EBIT	232	246	237	242	187	185	188	192	196	200	204
Podatek	44	47	45	46	35	35	36	36	37	38	39
NOPLAT	188	199	192	196	151	150	153	156	159	162	165
CAPEX	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Kapitał obrotowy	-42	-34	-75	-76	-4	81	-21	-21	-22	-22	-22
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	147	166	117	120	147	231	132	134	137	140	143
PV FCF	147	153	100	96	109	159	84	79	75	71	
WACC	8,0%	8,0%	7,9%	7,8%	7,7%	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	-154	-78	165	171	122
Amortyzacja	1	1	1	1	1
Kapitał obrotowy	-168	-187	-42	-34	-75
CF inwestycyjny	1	0	2	3	2
CAPEX	-1	-1	-1	-1	-1
CF finansowy	208	135	-109	-201	-210
Dywidenda	0	-24	-66	-166	-175

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,47	0,46	0,45	7,2	4,3	4,5
Maksimum	2,05	1,95	1,96	44,8	17,1	13,9
Mediana	0,90	0,85	0,77	12,9	8,2	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)	2 315
Dług netto	389
Inne korekty	-13
Wycena DCF na akcję (PLN)	50,10

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	30,40
DYield-porównawcza	17%	66,80
DCF	50%	50,10
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		49,20

Capital Park kupuj (podtrzymana)

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 ub.r. 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. Brakujący wkład własny może okazać się wyższy od naszych pierwotnych założeń i wyniesie około 100 mln PLN. Uwzględniając środki pozyskane z emisji obligacji w 4Q'17, spółka zabezpieczyła wkład własny pod powyższą inwestycję, stąd nie zakładamy sprzedaży aktywów w celu finansowania budowy. 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 zaktualizowane prognozy wyglądają dość konserwatywnie. Prognozowane przez Zarząd prognozy FFO są o 26% wyższe od naszych założeń na 2018 oraz o 33% wyższe na 2019 i w naszej ocenie prezentują wariant optymistyczny. Obecnie spółka jest notowana z około 35% dyskontem do NAV. Spodziewamy się, że w miarę realizacji projektu ArtN i postępu jego komercjalizacji, powyższe dyskonto się zmniejszy. Szacowany przez nas FFOYield po uwzględnieniu przychodów z ArtN (2021 r.) to ok. 14%. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

5,95 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,42 PLN

+41,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	8,42 PLN	2018-02-02
poprzednia	kupuj	8,09 PLN	2017-01-25
Podstawowe dane		CPG PW	vs. WIG
Ticker	CPG PW	Zmiana 1M	+2,8% -0,1%
ISIN	PLCPPRK00037	Zmiana YTD	+2,8% -0,1%
Liczba akcji (mln)	106,5	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	633,6	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN
EV (mln PLN)	1 870,6	EV/EBITDA 12M fwd	16,4 -35,5%
Free float	19,1%	EV/EBITDA 5Y avg	25,4 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	72,4	107,7	129,0	150,8	157,4
ZBNS	55,6	81,4	95,9	114,6	119,6
marża ZBNS	76,9%	75,6%	74,3%	76,0%	76,0%
EBIT bez rew.	45,6	55,5	75,1	100,8	107,4
Rewaluacja	58,8	68,9	-104,9	9,4	25,3
Zysk netto	44,0	29,9	-12,2	55,1	66,4
P/E	14,3	21,1	-	11,7	9,7
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	15,8	14,3	-	18,0	17,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
Przychody		+0,3%	+5,6%	+5,9%	
EBIT bez rew.		-18,0%	+1,5%	-6,9%	
Zysk netto		-181,0%	-33,9%	-19,1%	
BPS		-3,5%	-5,9%	-6,9%	
EUR/PLN		-0,7%	-1,2%	-1,2%	

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NOI	56	81	96	115	120
dynamika r/r	34,0%	46,3%	17,7%	19,6%	4,4%
EBIT bez rewaluacji	41	67	79	98	103
Koszty finansowe	-35	-49	-38	-43	-49
FFO	-4	-9	28	46	47
Rewaluacja	58,8	68,9	-104,9	9,4	25,3
EUR/PLN	4,26	4,42	4,17	4,15	4,15
Gotówka	114	157	151	90	84
Dług netto	952	1 086	1 120	1 217	1 508
Dług netto/kap. wlas.	92%	102%	102%	105%	125%
NI	1 935	2 084	2 145	2 300	2 643
LTV	49%	52%	52%	53%	57%
Revaluacja/NI	3,7%	3,6%	-5,0%	0,4%	1,1%
Kapitał własny	960	989	978	1 033	1 083
ROE	4,8%	3,1%	-1,2%	5,6%	6,4%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	31	76	68	95	101
Amortyzacja	0	0	0	0	0
Kapitał obrotowy	2	-1	-10	-1	-1
CF inwestycyjny	-292	-104	-80	-145	-318
CAPEX	-291	-111	-116	-145	-318
CF finansowy	205	71	6	-11	211
Dywidenda	0	0	0	0	-16

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,33	0,33	0,32	6,8	6,6	6,3
Maksimum	1,25	1,18	1,11	32,1	26,3	27,3
Mediana	0,83	0,80	0,77	10,9	14,2	11,6
waga	17%	17%	17%	0%	25%	25%

Wycena metodą NAV

(mln PLN)	15	16	17P	18P	19P	20P	21P
Nieruchomości inwestycyjne	1 935	2 084	2 145	2 300	2 643	3 005	3 005
Zapasy	13	0	0	0	0	0	0
Aktywa finansowe (JV)	31	49	38	38	38	38	38
Należności	27	24	38	39	41	42	44
Gotówka	114	157	151	90	84	60	103
Pozostałe aktywa	34	24	36	36	36	36	36
Suma aktywów	2 153	2 337	2 407	2 501	2 840	3 180	3 225
Kapitał mniejszości	73	72	117	121	124	128	131
Dług	1 066	1 243	1 272	1 306	1 591	1 859	1 859
Zobowiązania na podatek odroc.	6	5	12	12	12	12	12
Pozostałe zobowiązania	48	28	28	29	29	29	30
Suma zobowiązań i mniejszości	1 193	1 348	1 429	1 468	1 757	2 029	2 033
NAV	960	989	978	1 033	1 083	1 151	1 193
PV NAV	960	989	978	952	934	931	919

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	4,15
Wycena NAVPS'21P (PLN)	8,45

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	7,38
NAV	50%	8,45
cena wynikowa		7,91
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		8,42



Dom Development kupuj (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Decyzje o akwizycji spółki Euro Styl (Trójmiasto) oraz utworzeniu nowej spółki we Wrocławiu są znaczącymi krokami na drodze do utworzenia w pełni ogólnopolskiego dewelopera. Ekspansywne działania Zarządu pozwoliły na wzrost sprzedaży mieszkań o 45% w 2017 r. i powrót na fotel lidera sprzedaży w Polsce. Powyższy wzrost został sfinansowany ze środków własnych, co nie przeszkodziło spółce w utrzymaniu najniższego wskaźnika zadłużenia wśród giełdowych deweloperów (dług netto/kapitał własny = 7% na koniec 3Q'17). Z powyższego względu uważamy, że bieżąca polityka dywidendowa (payout 100%) nie powinna być zmieniona w przewidywalnej przyszłości. Perspektywy wyników w latach 2018-2019 wyglądają bardzo obiecująco. Nasze zaktualizowane prognozy ZN'18=240 mln PLN oraz ZN'19=235 mln PLN są o około 4% wyższe od konsensusu, który w trakcie 2017 r. gwałtownie wzrósł. Dom Development posiada relatywnie krótszy bank ziemi od swoich konkurentów, stanowiący nieco ponad 2-letnią sprzedaż (3,5-letnią, jeżeli uwzględnić projekty w budowie). Jest on jednak dobrze zdywersyfikowany i pozwala na stabilizację wyników spółki w 2020 r., zakładając, że otoczenie rynkowe na to pozwoli. Podobnie jak w przypadku Atalu, nasza wycena DCF zakłada cykliczny spadek ZN spółki o około 25% w ciągu 5 lat. Inaczej mówiąc, rynek wciąż z dużą ostrożnością wycenia perspektywę deweloperów mieszkaniowych. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Dom Development. Podwyższając cenę docelową do 103,0 PLN.

Cena bieżąca

82,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

103,00 PLN

+25,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	103,00 PLN	2018-02-02
poprzednia	kupuj	101,10 PLN	2017-09-01
Podstawowe dane			
	DOM PW	Zmiana 1M	-4,1%
Ticker	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	-4,1%
ISIN		Średni obrót 1M	0,1 mln PLN
Liczba akcji (mln)	24,9	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	2 039,2	EV/EBITDA 12M fwd	6,9
EV (mln PLN)	2 155,9	EV/EBITDA 5Y avg	11,6
Free float	24,5%		dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	904,2	1 153,0	1 408,6	1 671,7	1 577,3
ZBNS	203,9	271,1	368,9	441,7	438,6
marża ZBNS	22,6%	23,5%	26,2%	26,4%	27,8%
EBIT	102,5	156,6	234,5	300,8	293,7
Zysk netto	80,7	125,7	190,6	240,4	235,4
P/E	25,2	16,2	10,7	8,5	8,7
P/BV	2,3	2,2	2,0	1,9	2,0
EV/EBITDA	20,4	12,2	8,9	6,9	7,2
DPS	2,25	3,25	5,05	7,66	9,67
DYield	2,7%	4,0%	6,2%	9,3%	11,8%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			+0,7%	-1,9%	-3,7%
MBNS			-0,1 p.p.	+1,1 p.p.	+1,8 p.p.
EBIT			-1,0%	+3,7%	+4,5%
Zysk netto			-1,4%	+2,9%	+4,0%
Przekazane lokale			+0,9%	-3,3%	-0,9%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przekazane lokale (szt.)	2 062	2 482	2 929	3 621	3 568
Przychód (tys. PLN)/lokal	439	465	481	462	442
SG&A	95	107	129	139	143
SG&A/przychody	10,5%	9,3%	9,2%	8,3%	9,1%
Marża EBIT	11,3%	13,6%	16,6%	18,0%	18,6%
Marża zysku netto	8,9%	10,9%	13,5%	14,4%	14,9%
Gotówka	225	437	187	214	336
Dług netto	145	-57	117	90	118
Dług netto/kap. wias.	16%	-6%	12%	9%	11%
Zapasy	1 479	1 508	1 944	1 984	2 025
Zapasy/przychody	164%	131%	138%	119%	128%
Zaliczki	235	349	574	586	598
Zaliczki/zapasy	16%	23%	30%	30%	30%
Kapitał własny	884	930	998	1 048	1 043
ROE	9,4%	14,2%	20,5%	24,1%	22,5%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 409	1 672	1 577	1 560	1 502	1 533	1 563	1 594	1 626	1 659	1 692
EBITDA	242	308	301	248	229	232	235	240	244	249	254
marża EBITDA	17,2%	18,4%	19,1%	15,9%	15,3%	15,2%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Amortyzacja	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
EBIT	234	301	294	241	222	225	228	232	237	242	247
Podatek	45	57	56	46	42	43	43	44	45	46	47
NOPLAT	190	244	238	195	180	182	185	188	192	196	200
CAPEX	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7
Kapitał obrotowy	-90	-23	-23	-23	-22	-22	-9	-3	-3	-3	-3
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	100	221	215	172	157	160	176	185	189	193	197
PV FCF	100	204	183	136	115	108	110	107	101	95	
WACC	8,3%	8,3%	8,3%	8,2%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	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	-40	265	82	229	223
Amortyzacja	4	5	7	7	7
Kapitał obrotowy	-139	106	-90	-23	-23
CF inwestycyjny	23	-6	-201	-7	-7
CAPEX	-6	-6	-7	-7	-7
CF finansowy	-80	-67	-205	-195	-94
Dywidenda	-56	-81	-126	-191	-240

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,47	0,46	0,45	7,2	4,3	4,5
Maksimum	2,06	2,00	1,97	44,8	17,1	13,9
Mediana	0,90	0,85	0,77	12,9	8,2	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)	2 866
Dług netto	69
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	112,50

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	56,50
DYield-porównawcza	17%	130,70
DCF	50%	112,50
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		103,00

Echo Investment kupuj (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

W minionym roku nowy model biznesowy Echo nie znalazł uznania wśród inwestorów. Kurs spółki zdecydowanie negatywnie odstawał od indeksu WIG-Nieruchomości. Stało się tak pomimo bardzo dobrych wyników finansowych dewelopera, atrakcyjnej polityki dywidendowej i sprzyjającego otoczenia rynkowego. Nie licząc opóźnień w zakładanym przez nas harmonogramie inwestycji, spółka zrealizowała w 2017 r. cele stawiane przez Zarząd. W szczególności zwracamy uwagę na (1) wzrost sprzedaży mieszkań o 54% r/r, (2) wydatki na grunty w kwocie ok. 335 mln PLN (930 PLN/PUM), (3) sfinalizowanie sprzedaży trzech biurów za łącznie ok. 500 mln PLN (wszystkie transakcje zrealizowane w pierwszym roku po zakończeniu budowy). W 2018 r. spodziewamy się finalizacji kolejnych dwóch transakcji biurowych w 1H oraz kolejnych dwóch w drugiej połowie roku, łącznie o wartości około 700 mln PLN. Otoczenie rynkowe pozostaje korzystne. Popyt na powierzchnię biurową utrzymuje się na rekordowym poziomie. Trzy biurowce planowane do sprzedaży w tym roku posiadają pre-let na poziomie średnio 85%. W czwartym, pierwsze umowy z najemcami powinny pojawić się w 1Q/2Q. Model biznesowy Echo w większym stopniu niż wśród deweloperów stricte mieszkaniowych zależy od finansowania zewnętrznego oraz koniunktury na światowych rynkach. Z tego względu założone przez nas w wycenie DCF wyniki spółki w długim terminie są o 40% niższe niż prognozy na lata 2018-2019 (vs. 25% w spółkach mieszkaniowych). Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Echo Investment, wyznaczając cenę docelową na poziomie 6,31 PLN.

Cena bieżąca

5,05 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,31 PLN

+25,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	6,31 PLN	2018-02-02	
poprzednia	kupuj	6,42 PLN	2017-10-02	
Podstawowe dane			ECH PW	vs. WIG
Ticker	ECH PW	Zmiana 1M	+11,0%	+8,1%
ISIN	PLECHPS00019	Zmiana YTD	+11,0%	+8,1%
Liczba akcji (mln)	412,7	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 084,1	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 158,5	EV/EBITDA 12M fwd	12,9	-19,2%
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	612,5	524,4	737,9
ZBNS	285,7	224,2	154,6	122,8	173,6
marża ZBNS	48,8%	46,7%	25,2%	23,4%	23,5%
EBIT bez rew.	159,8	44,6	31,5	3,6	52,2
Rewaluacja	751,3	560,1	219,7	397,7	336,8
Zysk netto	514,1	387,7	305,4	303,3	329,8
P/E	4,1	5,4	6,8	6,9	6,3
P/BV	0,6	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	5,8	4,0	12,4	8,3	8,4
DPS	0,00	5,96	0,66	0,50	0,51
DYield	0,0%	118,0%	13,1%	9,9%	10,2%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			+7,4%	-1,5%	-6,6%
Rewaluacja			-4,7%	+8,5%	-0,6%
EBIT			-2,3%	+4,5%	-9,3%
Zysk netto			-0,1%	+0,8%	-7,9%
Przekazane lokale			+11,4%	0,0%	-5,9%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przekazane lokale (szt.)	400	451	1 006	901	1 270
Przychód (tys. PLN)/lokal	366	521	472	402	402
Przychody	586	480	612	524	738
Mieszkaniówka	147	235	474	362	511
Biura i handel	431	224	111	76	93
Pozostałe	8	21	27	86	134
Gotówka	911	663	511	494	543
Dług netto	3 218	346	1 075	1 244	1 215
Dług netto / kap. włas.	88%	23%	65%	71%	65%
Zapasy	595	656	750	800	849
NI	1 462	785	1 389	1 829	1 889
LTV	44%	24%	50%	47%	44%
Revaluacja/NI	13,9%	38,3%	28,0%	28,6%	18,4%
Kapitał własny	3 664	1 528	1 664	1 761	1 879
ROE	16,3%	10,6%	20,0%	18,2%	18,7%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	612	524	738	788	756	772	787	803	819	835	852
EBITDA	35	6	54	57	45	46	46	47	48	49	50
marża EBITDA	5,8%	1,1%	7,3%	7,2%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Amortyzacja	4	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Rewaluacja NI	220	398	337	189	189	193	197	201	205	209	213
Podatek	48	76	74	46	44	45	46	47	48	49	50
NOPLAT	204	325	315	198	188	191	195	199	203	207	211
Nakłady/sprzedaż NI	-280	231	363	187	187	193	197	201	205	209	213
Kapitał obrotowy	-215	-78	-60	-5	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7
Inne	111	0	0	128	0	0	305	0	0	0	0
FCF	-396	81	284	321	181	187	495	194	198	202	206
PV FCF	-396	76	249	263	139	134	332	121	116	110	
WACC	7,0%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
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	165	140	-130	-133	-63
Kapitał obrotowy	42	177	-215	-78	-60
CF inwestycyjny	-579	2 377	-181	231	363
Wydatki na NI	-600	-848	-741	-720	-824
Zbycie NI	20	3 513	466	953	1 189
CF finansowy	876	-2 702	149	-114	-251
Dywidenda	0	-2 460	-272	-206	-212

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,33	0,33	0,32	6,9	4,3	4,5
Maksimum	2,06	2,00	1,97	44,8	17,1	13,9
Mediana	0,81	0,78	0,74	10,2	10,2	8,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	3 330
Dług netto	618
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,57

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,29
DCF	50%	6,57
cena wynikowa		5,93
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		6,31

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. Powyższe działania oceniamy pozytywnie. Popyt na powierzchnię biurową w stolicach naszego regionu powinien pozostać wysoki, co zwiększa szanse na sprawną realizację inwestycji. Akcje GTC są jednak notowane z około 20-procentową premią do NAV, co w naszej ocenie uwzględnia potencjał programu inwestycyjnego. GTC jest notowany na FFOYield'17=4,1%, co oznacza 30% premię do grupy porównawczej. Na FFOYield'19 premia spada do 9%. GTC jest również notowany z około 20% premią na P/NAV względem zachodnioeuropejskich REITów. W latach 2018-2019 zakładamy spadek ROE do ok. 11% względem 18% obserwowanych w latach 2016-2017. Główną przyczyną spadku rentowności jest zakończenie bardzo dochodowej Galerii Północnej, która generowała większość zysku z wyceny nieruchomości. Szacujemy, że rewaluacja realizowanych obecnie projektów będzie znacznie niższa. Katalizatorem do wzrostu spółki byłoby rozpoczęcie realizacji Galerii Wilanów. Uzyskanie w 2018 r. pozwolenia na budowę wydaje się nam jednak mało prawdopodobne. Głównie ze względu na spadek wyceny porównawczej korygujemy naszą cenę docelową dla akcji GTC o -3%. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

9,67 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9,70 PLN

+0,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	9,70 PLN	2018-02-02	
poprzednia	trzymaj	10,00 PLN	2018-01-05	
Podstawowe dane			GTC PW	vs. WIG
Ticker	GTC PW	Zmiana 1M	-1,3%	-4,2%
ISIN	PLGTC0000037	Zmiana YTD	-1,3%	-4,2%
Liczba akcji (mln)	470,3	Średni obrót 1M	0,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 547,8	Średni obrót 6M	1,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 091,0	EV/EBITDA 12M fwd	14,5	-2,3%
Free float	21,9%	EV/EBITDA 5Y avg	14,9	dyskonto

Prognoza Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	117,4	120,3	130,0	151,7	166,2
ZBNS	80,0	87,3	93,8	112,0	125,1
marża ZBNS	68,2%	72,6%	72,2%	73,8%	75,3%
EBIT bez rew.	65,5	70,2	75,3	93,4	106,1
Rewaluacja	26,2	84,6	130,2	40,7	45,7
Zysk netto	45,2	158,5	146,5	91,6	105,7
P/E	23,7	6,8	7,5	11,9	10,4
P/BV	1,7	1,4	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	17,6	11,7	9,5	15,6	14,6
DPS	0,00	0,00	0,07	0,07	0,08
DYield	0,0%	0,0%	2,8%	3,1%	3,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			-3,1%	+2,4%	0,0%
NOI			-0,5%	0,0%	0,0%
FFO			-2,6%	+1,7%	-0,0%
Zysk netto			+7,4%	-2,7%	-4,0%
BPS			+1,1%	+0,8%	+0,3%

Rachunek wyników i bilans

(mln EUR)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NOI	79	86	92	111	125
dynamika r/r	-3,0%	10,1%	6,2%	20,5%	13,1%
EBIT bez rewaluacji	66	71	78	93	106
Koszty finansowe	-29	-28	-28	-30	-31
FFO	38	42	49	56	66
dynamika r/r	35,7%	10,5%	15,9%	15,5%	17,3%
Rewaluacja	26	85	130	41	46
Gotówka	196	178	185	84	92
Dług netto	543	715	816	959	1 082
Dług netto/kap. wias.	84%	91%	88%	97%	103%
NI	1 289	1 605	1 906	2 117	2 312
LTV	41%	44%	42%	45%	46%
Revaluacja/NI	2,1%	6,6%	8,1%	2,1%	2,2%
Kapitał własny	643	787	927	984	1 050
ROE	9,2%	24,7%	18,6%	9,9%	10,7%

Wycena metodą NAV

(mln EUR)	15	16	17P	18P	19P	20P	21P
Nieruchomości inwestycyjne	1 289	1 605	1 906	2 117	2 312	2 463	2 536
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	185	84	92	125	131
Pozostałe aktywa	16	29	27	27	27	27	27
Suma aktywów	1 560	1 839	2 145	2 250	2 453	2 637	2 716
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	122	127	133	139	145
Pozostałe zobowiązania	66	58	91	91	91	91	91
Suma zobowiązań i mniejszości	917	1 052	1 218	1 265	1 402	1 510	1 497
NAV	643	787	927	984	1 050	1 127	1 219
PV NAV	643	787	927	938	955	975	998

Przepływy pieniężne

(mln EUR)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	73	73	76	86	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	86	-30	54
Dywidenda	0	0	-8	-34	-40

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,33	0,33	0,32	6,8	6,6	6,3
Maksimum	1,25	1,18	1,11	32,1	26,3	27,3
Mediana	0,83	0,80	0,77	10,7	12,8	12,0
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)	8,80

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	9,40
NAV	50%	8,80
cena wynikowa		9,10
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		9,70

LC Corp kupuj (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Po ubiegłorocznych zmianach w akcjonariacie, kurs akcji LC Corp skokowo wzrósł i kontynuował powyższy trend na początku 2018 r. We wcześniejszych publikacjach zwracaliśmy uwagę na bardzo wysoką efektywność segmentu mieszkaniowego spółki. Z punktu widzenia zwrotu z zainwestowanego kapitału działalność mieszkaniowa w LC Corp nie ustępuje Dom Development czy Atalowi. Uważamy, że spółka dostarczy na to dowody w latach 2018-2019, w których oczekujemy wzrostu oczyszczonego ZN w tempie CAGR 12%. Naturalnie wciąż istnieje ryzyko utraty wartości najbardziej problematycznych aktywów zlokalizowanych we Wrocławiu (Arkady, Sky Tower, Malin - grunt). Nie stanowią one jednak o potencjale spółki w długim terminie. Ponadto, w naszej ocenie ewentualny spadek ich wartości zostanie zrekomensowany rewaluacją atrakcyjnych projektów deweloperskich realizowanych w segmencie biurowym. W grudniu ub.r. LC Corp ustanowił politykę dywidendową, która implikuje DYield w wysokości ok. 9% w latach 2018-2019. Spółka poinformowała ponadto o finalizacji zakupów dwóch działek za około 30 mln PLN. W naszej ocenie zwiększenie banku ziemi pozostaje jednym z największych wyznań na 2018 r. Jednocześnie podkreślamy, że obecne zasoby pozwalają na utrzymanie ponad 2000 przekazań w 2020 r. Proporcjonalnie do rocznej sprzedaży, potencjał banku ziemi w LC Corp jest zbliżony do zasobów Dom Development. W związku ze wzrostem wyceny porównawczej w oparciu o wskaźnik DYield, podwyższamy naszą cenę docelową dla akcji LC Corp o 6% do 3,74 PLN. Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

3,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,74 PLN

+20,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	3,74 PLN	2018-02-02
poprzednia	kupuj	3,54 PLN	2017-09-26
Podstawowe dane			
		LCC PW	vs. WIG
Ticker	LCC PW	Zmiana 1M	+12,7% +9,8%
ISIN	PLCCRP00017	Zmiana YTD	+12,7% +9,8%
Liczba akcji (mln)	447,6	Średni obrót 1M	2,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 387,4	Średni obrót 6M	2,2 mln PLN
EV (mln PLN)	2 145,9	P/E 12M fwd	7,1 -30,2%
Free float	41,3%	P/E 5Y avg	10,2 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	449,9	547,0	710,8	837,7	899,3
ZBNS	171,4	207,9	264,9	286,4	321,0
marża ZBNS	38,1%	38,0%	37,3%	34,2%	35,7%
EBIT bez rew.	132,3	169,6	221,8	243,0	276,4
Rewaluacja	22,2	34,2	-100,9	5,7	15,3
Zysk netto	108,9	113,1	108,2	183,1	213,3
Zysk netto koryg.	89,0	120,7	159,8	177,4	200,9
P/E	12,7	12,3	12,8	7,6	6,5
P/E koryg.	15,6	11,5	8,7	7,8	1,5
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
DPS	0,00	0,18	0,07	0,27	0,30
DYield	0,0%	5,8%	2,3%	8,6%	9,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			-1,7%	+0,3%	-4,9%
MBNS			+0,6 p.p.	-0,1 p.p.	+0,1 p.p.
EBIT korygowany			+0,2%	+0,6%	-4,8%
Zysk netto korygowany			-0,1%	+1,6%	-5,4%
Przekazane lokale			0,0%	+1,7%	-5,2%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przekazane lokale (szt.)	1 108	1 393	1 801	2 137	2 184
Przychody	450	547	711	838	899
sprzedaż mieszkań	319	402	566	687	727
wynajem	131	145	145	151	172
MBNS	38,1%	38,0%	37,3%	34,2%	35,7%
sprzedaż mieszkań	27,7%	26,0%	28,9%	26,3%	27,6%
wynajem	63,4%	71,2%	70,0%	70,0%	70,0%
Gotówka	242	355	364	293	261
Dług netto	693	737	758	905	971
Dług netto/kap. wlas.	51%	53%	51%	59%	60%
Zapasy	917	971	1 009	1 006	1 003
NI	1 648	1 810	1 843	1 991	2 070
Revaluacja/NI	1,3%	1,9%	-5,5%	0,3%	0,7%
Kapitał własny	1 365	1 396	1 475	1 539	1 619
ROE	8,7%	8,3%	7,7%	12,4%	13,9%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	59	199	180	185	193
Kapitał obrotowy	-46	91	-43	-20	-37
CF inwestycyjny	-82	-102	-156	-186	-98
Wydatki na NI	-82	-102	-155	-185	-97
Zbycie NI	0	0	0	0	0
CF finansowy	-44	113	9	-71	-33
Dywidenda	0	-81	-31	-120	-133

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,47	0,46	0,45	6,82	4,27	4,51
Maksimum	2,06	2,00	1,97	44,78	17,13	13,85
Mediana	1,20	1,05	0,91	10,73	8,36	6,32
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Wycena DCF segmentu mieszkaniowego

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	566	687	727	741	608	588	599	611	623	636	649
EBITDA	130	147	166	166	109	91	93	95	97	99	101
marża EBITDA	22,9%	21,4%	22,8%	22,4%	17,9%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%
NOPLAT	104	118	134	133	87	73	74	76	77	79	81
Kapitał obrotowy	-44	-21	-38	-86	-66	-128	-11	-11	-11	-11	-11
FCF	61	98	96	48	22	-53	64	66	67	69	71
PV FCF	61	90	82	38	16	-36	39	37	35	33	

Wycena NAV segmentu komercyjnego

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P
NAV NI pracujących	989	999	1 143	1 162	1 180
NAV NI w budowie	176	99	0	0	0
NAV pozostałe	-174	-43	-8	51	113
NAV segmentu	991	1 055	1 136	1 213	1 292
PV NAV	991	973	965	950	933

Podsumowanie NAV

(mln PLN)	
PV NAV'21P	933
ROE'21P	6,6%
Koszt kapitału (COE)	8,5%
Premia/Dyskonto (ROE - COE)	-23%
Wycena segmentu na akcję (PLN)	1,61

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	917
Dług netto	167
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	1,68

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	3,47
DYield-porównawcza	17%	4,27
SOTP	50%	3,28
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		3,74

Robyg trzymaj (obniżona)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

29 stycznia Bricks Acquisitions Limited należący do funduszy Goldman Sachs podniósł cenę w wezwaniu na 100% akcji Robygu z 3,55 PLN do 4,00 PLN. Zapisy na akcje zakończą się dziś (2 lutego) o godzinie 15:00. Celem wzywającego jest wycofanie spółki z obrotu giełdowego. Zaproponowana cena jest o 4% wyższa od bieżącego konsensusu analityków (3,83 PLN) i zarazem o 1% niższa od naszej zaktualizowanej ceny docelowej (4,03 PLN). Cenę docelową dla akcji Robyga obniżyliśmy o 5% w związku z istotnymi opóźnieniami harmonogramu realizacji inwestycji, które tylko częściowo były zakładane w naszej rekomendacji z IX'17. Trudności w uzyskaniu pozwoleń na budowę sprawiły, że Robyg rozpoczął w 2017 r. budowę 2,8 tys. mieszkań vs. planowanych 4,1 tys. (-32%). Opóźnienie wpływa na potencjał do przekazań mieszkań w latach 2018-2019 i jest przyczyną obniżenia naszych prognoz ZN'18-19 o średnio 7%. Ponadto, spółka poinformowała o niższej od pierwotnych założań liczbie mieszkań rozliczonych w wynikach 2017 r. (2,1 tys. vs. planowane 2,5 tys. szt.), co wpływa na obniżenie naszej prognozy ZN'17 o 12%. W długim terminie pozytywnie oceniamy perspektywę wyników spółki. Spółka dysponuje szerokim bankiem ziemi zakupionym po atrakcyjnej cenie. Przewyciężenie bariery administracyjnej mogłoby doprowadzić do zauważalnej poprawy wyników po 2019, r. szczególnie w scenariuszu ekspansji na rynek wrocławski. W perspektywie 2017-2019 nie wykluczalibyśmy wsparcia wyników spółki rewaluacją tanio kupionych gruntów (historycznie spółka dokonywała takich przeszacowań), co mogłoby wpłynąć na przekroczenie naszych prognoz. Podsumowując, uważamy że cena zaproponowana w wezwaniu jest ceną godziwą.

Cena bieżąca

3,86 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,03 PLN

+4,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	4,03 PLN	2018-02-02
poprzednia	kupuj	4,25 PLN	2017-09-01
Podstawowe dane			
	ROB PW	Zmiana 1M	+3,8% +0,9%
Ticker	PLROBYG00016	Zmiana YTD	+3,8% +0,9%
Liczba akcji (mln)	289,4	Średni obrót 1M	1,4 mln PLN
MC (mln PLN)	1 117,1	Średni obrót 6M	1,0 mln PLN
EV (mln PLN)	1 548,8	EV/EBITDA 12M fwd	6,7 -31,5%
Free float	16,5%	EV/EBITDA 5Y avg	9,7 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	480,4	517,1	701,1	1 032,0	1 001,9
ZBNS	77,0	116,1	190,9	291,4	281,5
marża ZBNS	16,0%	22,5%	27,2%	28,2%	28,1%
EBIT	59,0	122,9	153,5	226,0	213,6
Zysk netto	79,7	108,7	89,5	137,1	138,5
P/E	12,7	9,3	12,5	8,1	8,1
P/BV	2,0	1,8	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA	20,7	11,4	9,9	6,7	6,7
DPS	0,11	0,20	0,27	0,25	0,31
DYield	2,8%	5,2%	7,0%	6,5%	8,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			-11,6%	-2,6%	-4,8%
MBNS			-0,7 p.p.	+0,9 p.p.	+0,2 p.p.
EBIT			-17,7%	+0,1%	-6,2%
Zysk netto			-12,3%	-4,6%	-10,1%
Przekazane lokale			-9,8%	-5,3%	-2,5%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przekazane lokale (szt.)	2 045	2 804	2 106	3 034	3 119
Przychód (tys. PLN)/lokal	283	293	343	337	319
SG&A	44	53	62	64	66
SG&A/przychody	9,2%	10,3%	8,9%	6,2%	6,6%
Marża EBIT	12,3%	23,8%	21,9%	21,9%	21,3%
Marża zysku netto	16,6%	21,0%	12,8%	13,3%	13,8%
Gotówka	387	402	283	267	276
Dług netto	217	418	406	372	313
Dług netto/kap. włas.	44%	74%	61%	51%	40%
Zapasy	716	959	1 137	1 169	1 170
Zapasy/przychody	149%	185%	162%	113%	117%
Zaliczki	193	204	252	241	251
Zaliczki/zapasy	27%	21%	22%	21%	21%
Kapitał własny	497	564	661	726	775
ROE	17,9%	21,9%	15,9%	20,7%	19,1%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	62	-39	-14	122	163
Amortyzacja	2	2	2	2	2
Kapitał obrotowy	-29	-54	-117	-41	9
CF inwestycyjny	-42	-51	-2	-2	-2
CAPEX	-33	-46	-2	-2	-2
CF finansowy	61	-77	-135	-152	-166
Dywidenda	-53	-71	-72	-90	-104

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,47	0,46	0,45	7,2	4,3	4,5
Maksimum	2,06	2,00	1,97	44,8	17,1	13,9
Mediana	0,90	0,85	0,77	12,9	8,2	6,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	728	1 034	1 002	916	860	868	877	895	913	931	949
EBITDA	102	180	181	158	146	146	137	140	143	145	148
marża EBITDA	14,0%	17,4%	18,1%	17,2%	17,0%	16,8%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%
Amortyzacja	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
EBIT	100	177	179	155	143	144	135	138	140	143	146
Podatek	19	34	34	30	27	27	26	26	27	27	28
NOPLAT	81	144	145	126	116	116	109	111	114	116	118
CAPEX	-46	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Kapitał obrotowy	-117	-41	9	-11	-1	-1	-8	-4	-4	-4	-4
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-80	103	154	115	115	116	101	107	110	112	114
PV FCF	-80	96	133	92	86	80	65	64	61	57	
WACC	7,5%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	1 666
Dług netto	489
Inne korekty	81
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,35

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	2,83
DYield-porównawcza	17%	4,04
DCF	50%	4,35
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		4,03

Handel

Spółka	M	Cap	EV	Dług netto	DN/ EBITDA	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
						2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
LPP	18 135	18 124		-11	0,0	7 035	8 360	9 621	887	1 125	1 301	594	832	987	432	680	810
CCC	11 557	12 461		905	1,9	4 193	5 570	7 225	529	736	971	432	621	843	305	465	667
Vistula	897	1 024		127	1,9	685	785	866	79	98	110	64	81	92	44	59	68
Monnari	289	226		-62	-3,2	247	279	299	26	33	36	22	29	32	18	24	27
Bytom	208	219		10	0,6	185	221	244	20	26	28	15	20	21	12	16	17
TextilMarket	79	102		23	5,2	387	463	500	-17	16	28	-23	9	21	-19	6	16
Gino Rossi	61	146		85	4,3	280	289	294	13	16	18	2	6	8	0	2	4
Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			PEG Ratio		
	aktualne	zmiana				2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
LPP	N	►	9400,00	9790,00	+9,9%	41,9	26,7	22,4	19,8	15,3	12,9	7,3	6,0	5,0	1,0	0,7	0,6
CCC	N	►	295,00	281,00	-1,4%	37,9	24,9	17,3	22,3	16,1	12,0	7,1	5,7	4,4	1,3	0,8	0,6
Vistula	N	▼	-	5,16	+17,8%	20,5	15,2	13,2	12,5	9,8	8,4	1,7	1,5	1,3	0,8	0,6	0,5
Monnari	OW	-	-	9,44	+13,7%	16,2	11,9	10,8	8,6	6,5	5,1	1,4	1,3	1,1	0,6	0,5	0,4
Bytom	OW	-	-	2,92	+10,6%	17,8	13,3	12,0	11,2	8,2	7,3	3,2	2,6	2,1	1,6	1,2	1,1
TextilMarket	OW	►	5,41	2,36	-1,7%	-	13,2	4,9	-	6,8	3,6	1,2	1,1	1,0	-	-	0,7
Gino Rossi	N	-	-	1,22	+10,9%	-	32,4	16,9	11,4	8,6	7,5	0,7	0,7	0,7	-11,1	-2,2	-1,1
Mediana						20,5	15,2	13,2	11,9	8,6	7,5	1,7	1,5	1,3	0,9	0,6	0,6

Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie

Bytom

W 4Q'17 spółka poprawiła sprzedaż porównywalną oraz powróciła do wzrostów marży brutto na sprzedaży r/r. Oczekujemy, że powyższe trendy powinny być kontynuowane w kolejnych okresach ze względu na powrót do sprawdzonej strategii sprzedażowej oraz osłabienie się USDPLN r/r (spółka rozlicza ponad 30% zakupów kolekcji w USD). Obecny parytet pomiędzy ceną akcji BTM a ceną akcji VST wynosi 0,55x i jest niższy od punktu środkowego o 33,5%. Biorąc pod uwagę nasze prognozy, spółka jest wyceniona na 12,9x P/E'18 oraz 8x EV/EBITDA'18

Monnari

Ze względu na bardzo wysoki udział zakupów kolekcji dokonywanych w USD (około 90%), deprecjacja kursu powinna pozytywnie wpłynąć na marżę brutto na sprzedaży spółki w 2018 roku (zakładamy wzrost o 1,6p.p. r/r do 56,7%). Jednocześnie spółka powinna zwiększyć efektywność sprzedaży w czym sprzyjać będzie optymalizacja procesów logistycznych. Powyższe połączone z dobrą dyscypliną kosztów powinny przełożyć się na 25,4% r/r wzrostu EBITDA spółki do 30,3 mln PLN w 2018 roku. Ponadto Monnari w 2018 roku może rozpoznać dodatkowy zysk związany ze sprzedażą części nieruchomości zlokalizowanej przy ulicy Piotrkowskiej. Uwzględniając nasze prognozy spółka jest wyceniona na 12,3x P/E'18 oraz 6,8x EV/EBITDA'18.

Vistula

Po ponad 18% wzroście ceny akcji m/m obniżamy nasze pozycjonowanie dla spółki do równoważ. Vistula konsekwentnie poprawia efektywność sprzedaży, co naszym zdaniem powinno być utrzymane w 2018 roku (oczekujemy 14,3% r/r wzrostu sprzedaży przy 9,3% r/r wzrostu powierzchni sprzedażowej). Dalszej poprawie Ifl powinna sprzyjać kontynuacja współpracy z Robertem Lewandowskim, Martyną Wojciechowską oraz umowa na sponsoring polskiej reprezentacji w piłce nożnej. Osłabienie USDPLN oraz skuteczna strategia wyprzedaży powinny pozwolić na utrzymanie podobnego poziomu marży brutto na sprzedaży (szacujemy 0,5p.p. r/r wzrostu do 52,3%). Dynamiczny wzrost kursu zdyskontował potencjał wzrostowy spółki, która jest wyceniona na naszych prognozach na 15,2x P/E'18 oraz 9,8x EV/EBITDA'18. Potencjalne pozytywne zakończenie fuzji spółki z BTM mogłoby pozytywnie wpłynąć na dalsze perspektywy wzrostu wyników spółki.

AmRest trzymaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Rok 2017 był rekordowym okresem dla spółki zarówno pod względem otwarć własnych restauracji jak i aktywności na rynku M&A. Łączna liczba restauracji spółek zwiększyła się o 38,7% r/r do 1638 placówek na koniec 2017 roku. Ponadto spółka uzyskała umowy master-franczyzobiorcy w CEE (MFA) dla formatu Pizza Hut Express oraz Delivery na rynkach CEE, w Niemczech oraz we Francji. Zgodnie z zapowiedzią Zarządu spółki oczekujemy spowolnienia tempa wzrostu wyniku EBITDA o 8% r/r do 153,6 mln PLN w 4Q'17 ze względu na uwzględnienie dodatkowych kosztów związanych z przeprowadzonymi transakcjami oraz konsolidacją wyników przejętych biznesów (nie wszystkie generują dodatni wynik EBITDA). W 2018 roku spółka będzie się koncentrowała na integracji przejętych podmiotów, co w początkowej fazie może przełożyć się na konieczność ponoszenia dodatkowych kosztów. AmRest zapowiedział otwarcie ponad 300 nowych restauracji w 2018 roku, co będzie się wiązało z rekordowo wysokimi nakładami inwestycyjnymi (szacujemy 913/908 mln PLN CAPEX odpowiednio w 2019/2020 roku). W naszych prognozach istotnie zwiększyliśmy ilość restauracji oraz obniżyliśmy szacowany wskaźnik sprzedaży/restaurację (duża część z przejętych placówek to restauracje franczyzowe, z których AmRest konsoliduje część sprzedaży). W efekcie przeprowadzonych zmian obniżyliśmy wynik EBITDA o odpowiednio -7,8%/-3,9% w latach 2018/19. Pomimo przeprowadzonych zmian spółka oferuje wzrost EBITDA w tempie 20,6% CAGR w latach 2017-21. Naszym zdaniem wysokie tempo rozwoju spółki jest odpowiednio zdyskontowane i podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

425,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

407,00 PLN

-4,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	407,00 PLN	2018-02-02	
poprzednia	trzymaj	422,00 PLN	2018-01-05	
Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	+3,7%	+0,8%
ISIN	NL0000474351	Zmiana YTD	+3,7%	+0,8%
Liczba akcji (mln)	21,2	Średni obrót 1M	1,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 015,9	Średni obrót 6M	3,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 448,4	EV/EBITDA 12M fwd	12,7	+31,3%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	9,7	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	3 339	4 207	5 265	6 503	7 789
EBITDA	420	539	613	776	967
marża EBITDA	12,6%	12,8%	11,6%	11,9%	12,4%
EBIT	196	268	282	338	419
Zysk netto	160	191	177	223	293
P/E	56,3	47,3	50,8	40,4	30,8
P/BV	8,7	6,9	6,6	5,7	4,8
EV/EBITDA	23,6	18,6	17,0	13,7	10,8
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			-3,1%	-7,8%	-3,9%
Zysk netto			-5,0%	-24,8%	-23,8%
Sprzedaż/rest.			-11,7%	-16,9%	-17,9%
marża EBITDA			-1,7p.p.	-2p.p.	-1,7p.p.
Liczba rest.			+18,9%	+24,4%	+30,3%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA (PL)	180	185	196	217	263
EBITDA (WE)	143	193	195	268	332
EBITDA (ES)	146	180	203	223	261
EBITDA (RU)	40	51	73	91	108
EBITDA (CZ)	72	93	116	149	183
Przepływy oper.	442	457	529	761	934
Amortyzacja	224	271	330	438	548
Kapitał obrotowy	71	43	-32	99	92
Przepływy inw.	-335	-533	-841	-914	-908
CAPEX	-257	-386	-710	-914	-908
Przepływy fin.	-45	66	346	-100	40
Wpływy/spłaty pożyczek	5	132	475	-100	40
FCF	110	-3	-363	-115	57
FCF/EBITDA	26%	-1%	-59%	-15%	6%
CFO/EBITDA	105%	85%	86%	98%	97%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
marża EBITDA (PL)	13,8%	13,1%	11,8%	11,8%	11,8%
marża EBITDA (WE)	20,0%	15,8%	11,8%	12,2%	12,2%
marża EBITDA (ES)	20,8%	21,5%	22,0%	22,0%	22,0%
marża EBITDA (RU)	10,0%	10,9%	10,9%	10,6%	10,6%
marża EBITDA (CZ)	17,2%	19,1%	19,8%	19,8%	19,8%
Dług netto	807	971	1 398	1 550	1 424
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	1,8	2,3	2,0	1,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	7,6	7,7	7,4	6,8	6,9	6,5
Maksimum	49,3	32,9	28,2	18,7	18,1	17,3
Mediana	30,1	25,5	22,0	14,6	14,3	12,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Sprzedaż/rest.	935	910	929	939	938	938	944	955	965	973	973
marża EBITDA	11,6%	11,9%	12,4%	13,0%	13,0%	12,8%	12,1%	12,0%	11,8%	11,7%	11,7%
Liczba rest.	1 636	1 939	2 254	2 536	2 795	3 028	3 206	3 378	3 545	3 708	3 708
Przychody	5 265	6 503	7 789	8 997	10 003	10 930	11 773	12 579	13 357	14 113	14 396
EBITDA	613	776	967	1 167	1 297	1 399	1 424	1 504	1 579	1 652	1 672
marża EBITDA	11,6%	11,9%	12,4%	13,0%	13,0%	12,8%	12,1%	12,0%	11,8%	11,7%	11,6%
EBIT	282	338	419	543	631	711	741	842	922	995	1 015
Podatek	63	76	94	122	142	160	167	189	207	224	228
CAPEX	-867	-914	-908	-831	-794	-715	-585	-587	-657	-657	-657
Kapitał obrotowy	-46	99	92	82	66	58	50	46	42	39	39
FCF	-363	-115	57	296	427	583	723	773	756	809	826
PV FCF	-365	-107	49	236	315	397	456	450	406	400	
WACC	8,1%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	9 152
Dług netto	967
Inne korekty	68
Wycena DCF na akcję (PLN)	382,64

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	383,92
DCF	50%	382,64
Cena wynikowa		383,28
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		407,00

CCC trzymaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka zaraportowała bardzo dobre wyniki za 9M'17, gdzie istotnej poprawie uległa sprzedaż porównywalna w sieci stacjonarnej oraz sprzedaż w kanale internetowym. Oba czynniki przełożyły się na efekt dźwigni operacyjnej oraz wzrost EBITDA spółki o 38,4% r/r do 286,1 mln PLN w 9M'17 (+0,1p.p. r/r do 10,1% marża EBITDA). Niesprzyjające warunki pogodowe w X'17 (najważniejszy miesiąc pod względem sezonowości) negatywnie przełożyły się na rezultaty spółki w 4Q'17, gdzie prognozujemy wzrost EBITDA o 3% r/r do 243,4 mln PLN (łącznie 529,5 mln PLN EBITDA w 2017 roku, poniżej założen z programu motywacyjnego). Niższa od zakładanej sprzedaż w 4Q'17 oraz mniejsza ilość otwarć sklepów mogą przełożyć się na zwiększony poziom zapasów spółce, co może doprowadzić do zwiększonej aktywności promocyjnej w pierwszych miesiącach 2018 roku. Ze względu na efekt bazy, oczekujemy umiarkowanego tempa poprawy wyników r/r w 9M'18 i widzimy szansę na zwiększenie tempa wzrostu r/r w 4Q'18. Jednocześnie oczekujemy utrzymania wysokiego tempa wzrostu sprzedaży w eobuwie.pl na poziomie 80% r/r, co powinno przełożyć się na 1092 mln PLN obrotów platformy w 2018 roku. Zwracamy uwagę, że marża brutto na sprzedaży spółki będzie wspierana przez deprecjację USD (zakładamy 1,1p.p. r/r do 52,2% wzrostu rentowności sprzedaży w 2018 roku). Jednocześnie szacujemy wzrost SG&A/mkw. o 6,6% r/r w 2018 roku ze względu na rosnące koszty kanału e-commerce oraz wzrost kosztów wynagrodzeń. Biorąc powyższe nieznacznie korygujemy prognozę EBITDA dla lat 2018/19 o odpowiednio +1%/-1,9%.

Cena bieżąca

281,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

295,00 PLN

+5,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	295,00 PLN	2018-02-02	
poprzednia	trzymaj	292,00 PLN	2018-01-05	
Podstawowe dane		CCC PW	vs. WIG	
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	-1,4%	-4,3%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-1,4%	-4,3%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	22,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	11 556,7	Średni obrót 6M	23,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 888,9	EV/EBITDA 12M fwd	16,4	+3,9%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,8	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	2 307	3 185	4 193	5 570	7 225
EBITDA	324	443	529	736	971
marża EBITDA	14,0%	13,9%	12,6%	13,2%	13,4%
EBIT	257	374	432	621	843
Zysk netto	259	306	305	465	667
P/E	41,6	35,9	37,9	24,9	17,3
P/BV	9,6	9,3	7,1	5,7	4,4
EV/EBITDA	34,5	26,3	22,5	16,1	12,1
DPS	3,00	2,19	3,87	1,40	1,87
DYield	1,1%	0,8%	1,4%	0,5%	0,7%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		-3,8%	+1,0%	-1,9%	
Zysk netto		-7,1%	-2,1%	-2,2%	
MBNS		-1,0 p.p.	-0,9 p.p.	-0,9 p.p.	
Sprzedaż det/mkw.		+0,5%	+3,8%	+2,8%	
SG&A/mkw.		+0,5%	+3,1%	+3,2%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Sprzedaż (stacjoname)	2 310	2 902	3 587	4 478	5 369
EBITDA (stacjoname)	324	393	427	561	674
Sprzedaż (eobuwie.pl)	0	287	606	1 092	1 856
EBITDA (eobuwie.pl)	0,0	50,6	102,5	174,7	296,9
MBNS	54,9%	52,7%	51,1%	52,2%	51,5%
Przepływy oper.	325	175	219	287	441
Amortyzacja	67	70	98	115	127
Kapitał obrotowy	-20	-273	-252	-312	-373
Przepływy inw.	-156	-371	-209	-199	-208
CAPEX	157	391	221	199	208
Przepływy fin.	9	5	269	-208	-171
Dywidenda/buyback	115	86	159	58	77
FCF	177	-287	-57	-28	34
FCF/EBITDA	55%	-65%	-11%	-4%	4%
CFO/EBITDA	101%	39%	41%	39%	45%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Polska (sprzedaż/mkw.)	669	700	746	767	781
CEE (sprzedaż/mkw.)	493	514	523	516	533
WE (sprzedaż/mkw.)	418	409	455	503	552
eobuwie.pl (% sprzedaży)		9,0%	14,5%	19,6%	25,7%
Środki pieniężne	341	142	975	854	916
Dług netto	378	656	269	259	122
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	1,5	0,5	0,4	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	88,7	64,2	47,3	30,8	23,5	17,5
Maksimum	98,1	76,5	61,1	59,9	39,2	29,4
Mediana	91,4	70,2	53,0	44,2	34,0	26,3
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Sprzedaż det/mkw.	654	689	703	720	731	732	728	725	721	738	774
SG&A/mkw.	258	275	279	286	291	297	301	301	298	304	319
Powierzchnia	495	589	685	783	882	971	1 066	1 168	1 281	1 309	1 338
Przychody	3 587	4 478	5 369	6 336	7 299	8 136	8 897	9 720	10 597	11 466	11 810
EBITDA	428	561	674	805	941	1 088	1 203	1 301	1 401	1 497	1 536
marża EBITDA	11,9%	12,5%	12,5%	12,7%	12,9%	13,4%	13,5%	13,4%	13,2%	13,1%	13,0%
EBIT	332	449	549	669	791	829	848	927	1 049	1 161	1 195
Podatek	63	85	104	127	150	182	187	204	231	255	263
CAPEX	218	197	205	234	264	1 366	886	349	118	340	340
Kapitał obrotowy	207	310	333	399	457	365	303	319	338	345	345
FCF	-57	-28	34	49	73	-822	-169	434	717	560	577
PV FCF	-58	-26	29	38	52	-538	-102	239	363	260	
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	9,1%	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	4 720
Dług netto	772
Inne korekty	6 972
Wycena DCF na akcję (PLN)	265,54

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	287,83
DCF	50%	265,54
Cena wynikowa		276,69
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		295,00

Dino kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Sieć Dino utrzymuje wysokie tempo ekspansji sklepowej w 2017 roku powiększając sieć sprzedaży o 23,4% r/r do 775 placówek. W tym samym czasie spółka konsekwentnie zabezpiecza kolejne działki mające zagwarantować sieci kontynuację ponad 20% tempa rozwoju w latach 2018-20. Zakładamy, że na koniec 2020 roku sieć Dino będzie liczyła 1334 sklepów, co oznacza przekroczenie celu nakreślonego przez Zarząd przy IPO o 134 sklepy. Jednocześnie zwracamy uwagę na relatywnie młodą strukturę sieci (ok. 43% sklepów miało wiek niższy niż 36 miesięcy na koniec 9M'17), co w połączeniu ze zwiększającym się dochodem dyspozycyjnym powinno wspierać efektywność sprzedaży sieci (szacujemy wzrost wskaźnika sprzedaży/mkw. o odpowiednio 7,3%/2,2% w latach 2018/19). Zakładany dynamiczny wzrost skali działalności sieci Dino powinien pozwolić spółce na zmniejszenie różnicy w sprzedaży względem sieci Biedronka z 12,7x w 2016 roku do 5,4x w 2021 roku (według naszych prognoz dla obu sieci). Naszym zdaniem wzrost skali powinien przełożyć się na rozwodnienie kosztów stałych (głównie koszty logistyki), uzyskanie lepszych warunków handlowych (poprawienie cyklu konwersji gotówki oraz rentowności sprzedaży). Prognozujemy, że Dino powiększy sieć o 178 sklepów w 2018 roku (23% r/r), co w połączeniu z poprawą efektywności sprzedaży powinno przełożyć się na wzrost EBITDA o 35,4% w 2018 roku. Jednocześnie oczekujemy utrzymania przez spółkę wysokiego 20,5% średniorocznego tempa poprawy EBITDA w latach 2018-21, przy którym wskaźnik EV/EBITDA Growth wynosi 0,51/0,41 odpowiednio dla lat 2018/19. Biorąc powyższe pod uwagę podtrzymujemy rekomendację kupuj z ceną docelową 95,40 PLN.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Liczba sklepów	511	628	775	953	1 153
Powierzchnia/sklep	192	238	295	363	441
Sprzedaż/sklep	376	380	380	381	382
MBNS	0	0	0	0	0
Sklepów/centrum dystryb.	170	209	258	238	288
Przepływy oper.	245	324	450	587	708
Amortyzacja	50	65	86	108	132
Kapitał obrotowy	44	47	109	142	153
Przepływy inw.	-243	-310	-458	-602	-592
CAPEX	-243	-312	-466	-602	-592
Przepływy fin.	7	18	99	-41	-137
Wpływy/spłaty pożyczek	62	92	174	0	-100
FCF	-5	-24	-31	-23	109
FCF/EBITDA	-2%	-9%	-8%	-4%	17%
CFO/EBITDA	117%	116%	118%	114%	110%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Liczba sklepów	775	953	1 153	1 338	1 438	1 538	1 638	1 738	1 838	1 938	1 938
Sprzedaż/mkw.	1 394	1 496	1 529	1 577	1 603	1 626	1 658	1 690	1 723	1 757	1 757
narzut SG&A	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Przychody	4 461	5 907	7 375	9 014	10 229	11 145	12 149	13 192	14 275	15 400	15 785
EBITDA	381	515	645	787	902	976	1 051	1 130	1 213	1 295	1 295
marża EBITDA	8,5%	8,7%	8,7%	8,7%	8,8%	8,8%	8,7%	8,6%	8,5%	8,4%	8,2%
EBIT	295	408	513	630	713	777	847	920	995	1 073	1 073
Podatek	55	77	97	120	136	148	161	175	189	204	0
CAPEX	-466	-602	-592	-540	-389	-285	-290	-353	-291	-278	-278
Kapitał obrotowy	109	142	153	179	150	128	101	105	109	114	116
FCF	-31	-23	109	306	528	672	702	708	842	927	950
PV FCF	-30	-20	89	231	368	431	416	386	424	430	
WACC	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,4%	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

85,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

95,40 PLN

+12,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	95,40 PLN	2018-02-02	
poprzednia	kupuj	95,40 PLN	2018-01-18	
Podstawowe dane		DNP PW	vs. WIG	
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+7,9%	+5,0%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+7,9%	+5,0%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	15,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 333,4	Średni obrót 6M	21,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 914,0	EV/EBITDA 12M fwd	17,8	+17,0%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	15,2	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	2 590	3 370	4 461	5 907	7 375
EBITDA	210	281	381	515	645
marża EBITDA	8,1%	8,3%	8,5%	8,7%	8,7%
EBIT	160	216	295	408	513
Zysk netto	122	151	210	297	386
P/E	68,2	55,1	39,8	28,1	21,6
P/BV	15,7	12,2	9,3	7,0	5,3
EV/EBITDA	41,7	31,4	23,4	17,4	13,8
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		-1,8%	-0,1%	-0,1%	
Zysk netto		-2,7%	-0,2%	-0,2%	
Liczba sklepów		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
sprzedaż/mkw		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
marża EBITDA		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	

Wskaźniki

(dni)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Cykl konw. zapasów	38,63	38,84	38,91	38,26	37,63
Cykl konw. należności	3,06	3,65	1,58	1,58	1,58
Cykl konw. zobowiązań	78,14	80,67	80,67	81,67	82,67
Cykl konw. gotówki	-36,46	-38,19	-40,19	-41,84	-43,46
Narzut SG&A	16,5%	16,5%	16,4%	16,1%	16,1%
Dług netto (mln PLN)	429	496	581	637	558
Dług netto/EBITDA (x)	2,0	1,8	1,5	1,2	0,9

Analiza porównawcza

	PEG			P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,7	0,3	0,2	11,5	12,2	10,3	4,9	4,9	4,8
Maksimum	5,6	5,9	5,5	43,2	23,7	21,1	12,1	11,1	10,2
Mediana	1,6	1,4	1,2	22,6	19,0	15,2	8,3	7,2	6,6
waga	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	7 341
Dług netto	496
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	97,62

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	81,80
DCF	50%	97,62
Cena wynikowa		89,71
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		95,40

Eurocash kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka opublikowała słabe wyniki za 3Q'17, które były istotnie poniżej oczekiwań rynkowych. Największe rozczarowanie stanowiły wyniki segmentu C&C, gdzie niesprzyjające warunki pogodowe (niższa sprzedaż piwa i napojów r/r) oraz niższa sprzedaż produktów impulsowych, negatywnie wpłynęły na rezultaty linii biznesowej. W 2017 roku spółka zamknęła 10 hurtowni C&C (większość z planu restrukturyzacji segmentu). Szacujemy, że problemy spółki w Eurocash Service mogą się utrzymać również w 4Q'17, co wraz z utrzymującą się słabością w C&C powinno przełożyć się na zmniejszenie wyniku EBITDA o 14% r/r do 136,8 mln PLN. Dodatkowo problemem spółki był spadek placówek netto r/r w sieci Delikatesy Centrum na koniec 3Q'17. W kolejnych kwartałach wzrost liczby placówek w sieci powinien być napędzany przez przekształcenia sklepów EKO w placówki Delikatesy Centrum. Oczekujemy, że w 2018 roku spółka ograniczy spadek wyniku r/r w segmencie hurtu niezależnego, co połączone z płaskim wynikiem EBITDA r/r w detalu (dodatkowe koszty związane z integracją), zmniejszeniem straty w segmencie nowe projekty oraz stabilnym wzrostem wyniku w segmencie hurtu zintegrowanego, powinno przełożyć się na wzrost oczyszczonej EBITDA o 9,9% r/r do 434,5 mln PLN w 2018 roku. Korygujemy nasze szacunki EBITDA dla lat 2018/19 o odpowiednio 7,5%/8,3%. Biorąc powyższe pod uwagę uważamy, że obecna wycena nie uwzględnia potencjału spółki i podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

26,04 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

32,30 PLN

+24,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	32,30 PLN	2018-02-02	
poprzednia	kupuj	38,30 PLN	2017-12-01	
Podstawowe dane		EUR PW	vs. WIG	
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-1,6%	-4,5%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-1,6%	-4,5%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	17,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 623,8	Średni obrót 6M	23,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 326,0	EV/EBITDA 12M fwd	8,4	-28,3%
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	23 183	25 772	26 954
EBITDA	476	440	281	434	479
marża EBITDA	2,3%	2,1%	1,2%	1,7%	1,8%
EBIT	325	274	101	245	282
Zysk netto	212	179	1	138	171
P/E	17,0	20,2	-	26,2	21,2
P/BV	3,1	3,1	3,5	3,1	2,8
EV/EBITDA	8,1	9,1	15,4	9,4	8,0
DPS	0,80	1,05	0,80	0,00	0,50
DYield	3,1%	4,0%	3,1%	0,0%	1,9%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		-8,4%	-8,5%	-8,3%	
Zysk netto		-96,1%	-18,9%	-12,5%	
Hurt niezależny (EBITDA)		-9,4%	-20,5%	-20,4%	
Hurt zintegrowany (EBITDA)		0,0%	+4,9%	+4,8%	
Detal (EBITDA)		-10,6%	-9,2%	-21,5%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Hurt niezależny (S)	13 162	13 886	14 388	14 532	14 241
Hurt zintegrowany (S)	7 487	7 766	7 892	8 365	8 533
Detal (S)	556	976	2 315	2 547	3 291
Nowe projekty (S)	30,1	80,6	556,2	835,5	919,0
Nowe projekty (EBITDA)	-46	-76	-82	-80	-78
Przepływy oper.	978	325	308	377	464
Amortyzacja	151	166	180	189	197
Kapitał obrotowy	522	-99	62	-2	49
Przepływy inw.	-153	-270	-438	-97	-98
CAPEX	-139	-136	-269	-97	-98
Przepływy fin.	-825	22	-49	-429	-15
Dywidenda/buyback	-111	-146	-111	0	-69
FCF	820	98	60	134	353
FCF/EBITDA	172%	22%	21%	31%	74%
CFO/EBITDA	206%	74%	110%	87%	97%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Hurt niezł. (EBITDA)	272	252	193	177	175	169	158	153	148	144	144
Hurt zint. (EBITDA)	246	272	299	330	345	352	362	373	384	396	396
Detal (EBITDA)	21	33	35	36	44	63	88	92	96	100	100
Przychody	23 183	25 772	26 954	27 544	28 129	28 778	29 472	30 215	31 012	31 480	31 952
EBITDA	281	434	479	526	551	560	569	579	590	601	587
marża EBITDA	1,21%	1,69%	1,78%	1,91%	1,96%	1,95%	1,93%	1,92%	1,90%	1,91%	1,84%
EBIT	84	227	264	310	334	343	351	360	370	380	386
Podatek	16	181	58	68	74	75	77	79	81	84	85
CAPEX	-269	-97	-98	-99	-100	-101	-102	-103	-104	-201	47
Kapitał obrotowy	-82	5	-48	-32	-33	-35	-37	-39	-42	-33	940
FCF	60	134	353	372	391	400	408	417	428	329	334
PV FCF	60	125	304	296	288	272	257	243	230	164	
WACC	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	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%	0,0%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Cykl konwersji zapasów	19	21	21	21	21
Cykl konwersji należności	28	30	30	30	30
Cykl konwersji zobowiązań	65	67	67	66	66
Cykl konwersji gotówki	-18	-16	-16	-16	-16
Narzut SG&A	8%	9%	7%	10%	10%
Dług netto	175	324	639	411	161
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	0,7	2,3	0,9	0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	15,5	12,9	10,0	5,8	5,0	4,8
Maksimum	41,3	32,1	22,4	11,9	10,9	10,0
Mediana	21,6	19,9	14,8	7,8	7,1	6,3
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,5%
Zdyskontowana wartość FCF	4 732
Dług netto	324
Inne korekty	69
Wycena DCF na akcję (PLN)	31,17

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	27,93
DCF	50%	31,17
Cena wynikowa		30,52
Koszt kapitału 9M		5,9%
Cena docelowa za 9M		32,30

Jeronimo Martins trzymaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Poprawa sprzedaży porównywalnej w sieci Biedronka nie zmniejsza tempa pomimo efektu bazy. W 4Q'17 sieć poprawiła lfl o 7,6% (vs. 11,9% w 4Q'16). Poprawa efektywności sprzedaży powinna pozwolić na utrzymanie rentowności w sieci w 4Q'17 r/r, pomimo wysokiej presji kosztowej. 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. Oczekujemy, że JMY poprawi wynik EBITDA o 14% r/r do 268,3 mln EUR w 4Q'17. W 2018 roku sieć Biedronka będzie się koncentrowała na dalszej poprawie lfl poprzez stałe powiększanie oferty produktowej. Jednocześnie sieć powinna korzystać z coraz wyższej dynamiki inflacji oraz poprawiającej się sytuacji konsumenta na rynku polskim. 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 (szacujemy strategię EBITDA związaną z nowymi biznesami na poziomie 94 mln EUR w 2017 roku, co jest poziomem powyżej szacunku Zarządu). Spółka intensyfikuje tempo ekspansji w Kolumbii w celu osiągnięcia założonego celu 1000 sklepów w sieci Ara w 2020 roku, co w krótkim terminie może mieć negatywny wpływ na wyniki Grupy. Po uwzględnieniu osłabienia EURPLN w naszych prognozach, podwyższamy prognozy dla EBITDA o odpowiednio +9,3%/+7,3% oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

17,12 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

16,90 EUR

-1,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	16,90 EUR	2018-02-02	
poprzednia	trzymaj	17,10 EUR	2017-12-01	
Podstawowe dane			JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	+5,7%	+2,8%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+5,7%	+2,8%
Liczba akcji (mln)	628,4	Średni obrót 1M	13,8 mln EUR	
MC (mln EUR)	10 758,8	Średni obrót 6M	11,4 mln EUR	
EV (mln EUR)	10 765,2	EV/EBITDA 12M fwd	10,5	+4,3%
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	16 276	17 972	19 232
EBITDA	801	862	937	1 052	1 135
marża EBITDA	5,8%	5,9%	5,8%	5,9%	5,9%
EBIT	486	536	595	696	764
Zysk netto	333	593	411	496	547
P/E	32,4	18,2	26,2	21,7	19,7
P/BV	8,0	6,2	6,0	5,2	4,5
EV/EBITDA	14,0	12,4	11,5	9,8	8,7
DPS	0,38	0,28	0,63	0,33	0,39
DYield	2,2%	1,6%	3,7%	1,9%	2,3%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			+2,4%	+8,6%	+6,7%
Zysk netto			+0,4%	+9,2%	+5,9%
Biedronka (s/mkw. r/r)			-0,8 p.p.	+0,6 p.p.	+0,4 p.p.
Pingo Doce (s/mkw. r/r)			-1,9 p.p.	-0,3 p.p.	+0,0 p.p.
Recheio (s/mkw. r/r)			-1,5 p.p.	+0,0 p.p.	-0,0 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA Biedronka	644	704	799	887	938
EBITDA Pingo Doce	187	192	193	197	198
EBITDA Recheio	44	47	50	51	53
EBITDA Pozostałe	-80	-79	-94	-88	-50
CCC w dniach	-68	-70	-67	-67	-67
Przepływy oper.	860	843	917	1 087	1 094
Amortyzacja	315	326	342	356	371
Kapitał obrotowy	225	180	140	235	176
Przepływy inw.	-393	-126	-586	-398	-438
CAPEX	-394	-433	-588	-398	-438
Przepływy fin.	-453	-504	-420	-255	-248
Dywidenda/buyback	237	177	396	205	248
FCF	512	515	342	715	682
FCF/EBITDA	64%	60%	36%	68%	60%
CFO/EBITDA	107%	98%	98%	103%	96%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
MBNS	21,4%	21,3%	21,4%	21,5%	21,5%
narzut SG&A	17,7%	17,4%	17,6%	17,6%	17,5%
Biedronka (s/mkw. r/r)	2,0%	2,7%	9,3%	7,0%	2,7%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	2,9%	1,0%	0,8%	1,1%	0,4%
Recheio (s/mkw. r/r)	4,3%	5,0%	5,3%	2,1%	2,8%
Dług netto	216	-304	-252	-735	-1 143
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	-0,4	-0,3	-0,7	-1,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	15,7	13,2	10,3	6,4	6,1	5,6
Maksimum	41,7	25,6	22,6	11,7	9,6	8,5
Mediana	23,0	19,0	15,8	9,2	8,0	7,1
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Biedronka (sklepy)	2 823	2 891	2 959	3 027	3 067	3 107	3 147	3 187	3 227	3 267	3 267
Pingo Doce (sklepy)	422	426	426	426	426	426	426	426	426	426	426
Ara (sklepy)	389	559	799	1 059	1 219	1 379	1 539	1 659	1 739	1 779	1 779
Przychody	16 276	17 972	19 232	20 100	20 779	21 351	21 928	22 464	22 931	23 329	23 737
EBITDA	937	1 052	1 135	1 187	1 247	1 263	1 291	1 315	1 331	1 348	1 364
marża EBITDA	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	6,0%	5,9%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,7%
EBIT	595	696	764	798	846	852	873	891	908	921	937
Podatek	148	174	191	200	211	213	218	223	227	230	234
CAPEX	-588	-398	-438	-453	-401	-397	-393	-358	-322	-427	-427
Kapitał obrotowy	140	235	176	121	95	80	81	75	65	56	56
FCF	342	715	682	655	730	733	761	809	847	746	759
PV FCF	344	665	585	519	534	495	475	466	451	367	
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	10 146
Dług netto	-304
Inne korekty	253
Wycena DCF na akcję (PLN)	16,21

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	15,70
DCF	50%	16,21
cena wynikowa		15,95
koszt kapitału 9M		6,2%
cena docelowa za 9M		16,90

LPP

trzymaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka ma za sobą udany 2017, w którym istotnie została poprawiona sprzedaż porównywalna spółki. Jednocześnie LPP poprawiło marżę brutto na sprzedaży o 4,3p.p. r/r do 53% w 2017, co wynikało z mniejszych r/r wyprzedaży, dobrego przyjęcia nowych kolekcji oraz nowej polityki wyprzedaży. 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. Oczekujemy, że pomimo wysokiego wzrostu zysku na sprzedaży spółki r/r w 4Q'17, dynamika wyniku może być stłumiona przez wzrost kosztów SG&A/mkw. związanych z premiami sprzedażowymi, wydatkami marketingowymi oraz dodatkowymi kosztami związanymi z e-commerce. Uwzględniając powyższe korygujemy nasze oczekiwania EBITDA'17 o 3,5% do 887 mln PLN w 2017 roku (oczekujemy wzrostu EBITDA o 25% r/r do 465 mln PLN w 4Q'17). Szacujemy wzrost przychodów o 18,8% r/r w 2018 roku, co powinno wynikać z: i) 9,6% wzrostu powierzchni sprzedażowej; ii) 100% r/r wzrostu sprzedaży w e-commerce przełoży się na 5,1% r/r wzrostu całkowitej sprzedaży; iii) oraz 4,8% wzrostu efektywności sprzedaży/mkw. r/r. Jednocześnie rentowność spółki powinna być wspierana przez korzystny kurs USDPLN. Zakładamy wzrost kosztów SG&A/mkw. o 8,3% r/r w 2018 roku (oczekiwana dalsza presja na koszty wynagrodzeń oraz rosnące koszty obsługi e-commerce). Uwzględniając nasze nowe szacunki PEG'18 wynosi 1,14x, a P/E'18 wynosi 26,5x.

Cena bieżąca

9 790,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9 400,00 PLN

-4,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	9 400,00 PLN	2018-02-02	
poprzednia	trzymaj	9 900,00 PLN	2018-01-05	
Podstawowe dane			LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	+9,9%	+7,0%
ISIN	PLLP00000011	Zmiana YTD	+9,9%	+7,0%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	29,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	18 135,2	Średni obrót 6M	21,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	17 597,6	EV/EBITDA 12M fwd	16,7	+11,7%
Free float	62,0%	EV/EBITDA 5Y avg	15,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	5 130	6 019	7 035	8 360	9 621
EBITDA	727	494	887	1 125	1 301
marża EBITDA	14,2%	8,2%	12,6%	13,5%	13,5%
EBIT	503	226	594	832	987
Zysk netto	352	175	432	680	810
P/E	50,3	102,8	41,9	26,7	22,4
P/BV	9,4	8,4	7,3	6,0	5,0
EV/EBITDA	25,2	36,7	19,8	15,3	12,9
DPS	32,04	32,66	35,71	70,68	111,13
DYield	0,3%	0,3%	0,4%	0,7%	1,1%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-3,5%	-7,1%	-7,7%
Zysk netto			-5,4%	-9,5%	-10,0%
Sprzedaż det/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/mkw.			+1,6%	+2,1%	+2,8%
Powierzchnia			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Sprzedaż/mkw (Polska)	602	585	665	752	828
Sprzedaż/mkw (Rosja)	459	534	589	613	627
Sprzedaż/mkw (Czechy)	463	545	649	700	716
Sprzedaż/mkw (Niemcy)	471	485	520	546	552
MBNS	53,5%	48,7%	53,0%	54,3%	54,0%
Przepływy oper.	254	718	1 055	966	1 075
Amortyzacja	224	267	292	293	314
Kapitał obrotowy	-223	256	338	-7	-50
Przepływy inv.	-416	-181	-387	-463	-378
CAPEX	-491	-272	-416	-463	-378
Przepływy fin.	201	-394	-208	-159	-428
Dywidenda/buyback	58	60	66	130	204
FCF	-16	442	497	457	648
FCF/EBITDA	-2%	89%	56%	41%	50%
CFO/EBITDA	35%	145%	119%	86%	83%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Sprzedaż det/mkw.	610	664	698	728	752	767	775	777	780	782	782
SG&A/mkw.	271	296	308	319	327	332	336	336	336	337	337
Powierzchnia	1 001	1 097	1 199	1 301	1 412	1 528	1 647	1 778	1 921	2 079	2 079
Przychody	7 035	8 360	9 621	10 922	12 238	13 532	14 763	15 974	17 300	18 755	19 224
EBITDA	887	1 125	1 301	1 488	1 678	1 868	1 988	2 153	2 320	2 533	2 584
marża EBITDA	12,6%	13,5%	13,5%	13,6%	13,7%	13,8%	13,5%	13,5%	13,4%	13,5%	13,4%
EBIT	594	832	987	1 158	1 335	1 510	1 614	1 762	1 907	2 063	2 115
Podatek	168	158	187	220	254	287	307	335	362	392	402
CAPEX	-416	-463	-378	-387	-427	-444	-457	-491	-529	-470	-470
Kapitał obrotowy	-195	46	88	89	82	81	77	76	83	91	94
FCF	497	457	648	792	916	1 055	1 147	1 251	1 345	1 580	1 619
PV FCF	474	402	525	592	630	670	671	675	668	724	
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%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Powierzchnia (Polska)	465	497	516	537	559
Powierzchnia (Rosja)	158	170	201	227	263
Powierzchnia (Czechy)	43	43	43	45	49
Powierzchnia (Niemcy)	27	38	47	52	52
Środki pieniężne	224	366	826	1 171	1 439
Dług netto	621	144	-538	-911	-1 404
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	14,6	14,1	13,4	8,0	7,7	7,3
Maksimum	35,1	26,4	23,9	23,7	18,3	14,9
Mediana	28,3	26,0	21,0	16,3	15,4	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	18 396
Dług netto	144
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	9 900

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	7 700
DCF	50%	9 900
Cena wynikowa		8 800
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		9 400

TXM kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Pomimo rozwiązania problemów związanych z logistyką, w 3Q'17 spółka była zmuszona do przeprowadzania wyprzedaży na większą skalę, co negatywnie przełożyło się na wyniki spółki. Akcje promocyjne 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 kosztów SG&A. W 4Q'17 spółka kontynuowała wyprzedaże, co miało niski wpływ na dynamikę sprzedaży (-1,4% r/r), jednak powinno pozytywnie wpłynąć na strukturę zapasu spółki. W 4Q'17 zaszło wiele zmian organizacyjnych wprowadzonych przez nowy Zarząd, co może wpłynąć na krótkookresowe zwiększenie kosztów SG&A (koszty związane z odprawami). Naszym zdaniem działania Zarządu mające na celu odbudowę efektywności sprzedaży powinny się zmaterializować w 2018 roku, gdzie dodatkowo sprzyjać będzie efekt bazy. Oczekujemy, że istotna poprawa wyników powinna mieć miejsce w 2H'17, ze względu na modyfikację oferty produktowej spółki. Ze względu na utrzymującą się presję kosztową obniżamy nasze szacunki wyników spółki o 19,8% w 2018 roku. W 2019 roku oczekujemy wyższej od zakładanej marży brutto na sprzedaży oraz wyższej efektywności sprzedaży (+7,1% EBITDA vs. poprzednie szacunki). Uważamy, że problem ze spadkiem efektywności sprzedaży w spółce jest przejściowy, a TXM ma nadal atrakcyjne perspektywy wzrostu w średnim terminie.

Cena bieżąca

2,36 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,41 PLN

+129,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	5,41 PLN	2018-02-02	
poprzednia	kupuj	5,74 PLN	2017-12-01	
Podstawowe dane		TXM PW	vs. WIG	
Ticker	TXM PW	Zmiana 1M	-1,7%	-4,6%
ISIN	PLTXM0000015	Zmiana YTD	-52,8%	-55,7%
Liczba akcji (mln)	33,4	Średni obrót 1M	0,03 mln PLN	
MC (mln PLN)	78,9	Średni obrót 6M	0,03 mln PLN	
EV (mln PLN)	95,5	EV/EBITDA 12M fwd	8,2	+42,6%
Free float	21,4%	EV/EBITDA 5Y avg	5,7	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	315	379	387	463	500
EBITDA	25,2	22,9	-16,8	15,8	28,3
marża EBITDA	8,0%	6,0%	-4,3%	3,4%	5,7%
EBIT	21,0	16,6	-22,8	8,6	21,0
Zysk netto	16,1	13,0	-19,5	6,0	16,0
P/E	4,9	6,1	-	13,2	4,9
P/BV	1,9	1,2	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	4,0	4,6	-	6,8	3,6
DPS	0,00	0,21	0,00	0,06	0,17
DYield	0,0%	8,9%	0,0%	2,7%	7,1%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-	-19,8%	+7,1%
Zysk netto			-	-34,2%	+9,9%
Sprzedaż/mkw.			-1,9 p.p.	+1,7 p.p.	+2,4 p.p.
SG&A/mkw.			+1,4 p.p.	-1,8 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	326	379	403
Słowacja (S)	3	5	7	17	23
Rumunia (S)	1	17	45	69	79
Polska (s/mkw. r/r)	2,8%	-3,5%	-14,1%	15,3%	4,6%
Rumunia (s/mkw. r/r)	0,0%	5,2%	-23,7%	34,3%	-0,1%
Przepływy oper.	18	3	57	101	184
Amortyzacja	4	6	6	7	7
Kapitał obrotowy	-6	13	20	-13	-4
Przepływy inw.	-15	-33	-19	-13	-10
CAPEX	-14	-28	-19	-13	-10
Przepływy fin.	0	-6	27	-3	-7
Dywidenda/buyback	0	-7	0	-2	-6
FCF	4	6	-9	-9	12
FCF/EBITDA	17%	27%	55%	-58%	43%
CFO/EBITDA	71%	170%	-	24%	79%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Sprzedaż/mkw.	310	354	365	371	374	373	373	367	362	360	359
SG&A/mkw.	131	141	137	136	135	135	134	134	133	132	131
Powierzchnia	410	427	444	461	478	495	512	529	546	563	580
Przychody	387	463	500	531	558	580	604	616	631	650	663
EBITDA	-17	16	28	35	38	40	43	42	42	44	45
marża EBITDA	-4,3%	3,4%	5,7%	6,6%	6,8%	7,0%	7,1%	6,9%	6,6%	6,8%	6,7%
EBIT	-23	9	21	27	30	32	34	33	33	35	35
Podatek	-6	-1	2	5	6	6	6	6	6	7	7
CAPEX	-19	-13	-10	-9	-14	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Kapitał obrotowy	-20	13	4	4	3	4	3	2	2	3	3
FCF	-9	-9	12	16	15	22	25	25	24	25	26
PV FCF	-9	-8	10	12	10	14	14	13	12	11	
WACC	8,3%	8,1%	8,3%	8,7%	9,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Cykl konwersji zapasów	72	80	83	83	84
Cykl konwersji należności	5	22	4	4	4
Cykl konwersji zobowiązań	38	66	71	64	63
Cykl konwersji gotówki	39	36	17	24	25
MBNS	41,0%	42,0%	40,7%	41,5%	42,2%
Dług netto	21	26	17	29	24
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,2	-1,0	1,8	0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	8,6	9,3	8,8	2,3	2,9	2,8
Maksimum	31,8	26,3	20,8	18,4	14,0	11,3
Mediana	16,1	16,1	14,1	9,1	7,7	7,1
waga	0%	50%	50%	0%	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	229
Dług netto	53
Inne korekty	20
Wycena DCF na akcję (PLN)	5,86

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	4,24
DCF	50%	5,86
cena wynikowa		5,05
koszt kapitału 9M		7,1%
cena docelowa za 9M		5,41

Inne PBKM trzymaj (podtrzymana)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Notowania PBKM w ciągu ostatnich 5 miesięcy wzrosły o >29% i były lepsze od szerokiego rynku aż o 28%. Nasze prognozy wyników aktualizujemy o 4Q'17, nie uległy one istotnej zmianie. Aktualizujemy także wskaźniki spółek porównywalnych. W obecnej chwili potencjał wzrostu kursu do naszej nowej ceny docelowej wynosi tylko 2%, stąd podtrzymujemy neutralne nastawienie. Estymujemy, że w 2018 r. wzrost wyniku EBITDA będzie na poziomie >10%. Z drugiej strony PBKM wygeneruje FCFE rzędu 13 mln PLN, co implikuje FCFE Yield = 3,8%. PBKM prowadzi obecnie rozmowy na temat przejęcia 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 rozważyć emisję obligacji w przypadku zakupu większego podmiotu. PBKM podtrzymał także chęć wypłacania dywidendy w kolejnych latach (jej wysokość będzie uzależniona od wielkości przejęcia). W ostatnim czasie pojawiło się ryzyko działalności na rynku tureckim. Główny zarzut tureckiego ministerstwa dot. osoby prowadzącej laboratorium w Turcji (rynek turecki generuje naszym zdaniem ok. 3-4% EBITDA), nie zaś samej działalności. PBKM może zdecydować się na zmiany personalne i w ten sposób rozwiązać kwestię.

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	147,1	161,0	173,4
Koszt własny sprzedaży	40,4	50,2	56,2	60,9	65,6
ZBNS	64,5	78,1	90,9	100,1	107,8
marża	61,5%	60,9%	61,8%	62,1%	62,2%
Koszty sprzedaży	22,6	28,0	31,4	33,8	35,6
Koszty ogólnego zarządu	26,2	20,5	20,5	21,3	22,4
Poz. dział. operacyjna	-0,2	0,4	2,2	0,4	0,0
EBIT	15,4	29,9	41,2	45,3	49,8
Amortyzacja	4,5	4,1	4,8	5,3	5,5
EBITDA	20,0	34,1	46,0	50,7	55,3
marża	19,0%	26,6%	31,3%	31,5%	31,9%
Zysk netto	9,1	22,1	30,6	33,9	37,4

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
EBIT gotówkowy	21,1	23,0	25,4	28,8	29,5	30,2	31,0	31,8	32,6	33,4	
Opodatkowanie EBIT	3,4	3,9	4,5	5,3	5,4	5,5	5,7	5,8	5,9	6,1	
NOPLAT	17,7	19,1	20,9	23,5	24,1	24,7	25,3	26,0	26,6	27,3	
Amortyzacja	4,8	5,3	5,5	5,7	6,1	6,3	6,4	6,6	6,7	6,9	
CAPEX	-6,5	-8,0	-7,9	-8,2	-6,1	-6,3	-6,4	-6,6	-6,7	-6,9	
Kapitał obrotowy	-2,7	-3,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	
FCF	13,2	13,3	16,2	18,5	21,5	22,1	22,6	23,2	23,8	24,4	25,0
PV FCF	13,3	12,3	13,9	14,6	15,6	14,8	14,0	13,2	12,5	11,8	
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	13,0	17,0	18,7	20,2	20,9	21,4	21,9	22,5	23,0	23,6
PV dywidend	7,8	12,1	14,5	14,7	14,7	14,0	13,2	12,5	11,8	11,1	
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

73,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

76,00 PLN

+4,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	76,00 PLN	2018-02-02
poprzednia	trzymaj	71,00 PLN	2018-01-05
Podstawowe dane			
Ticker	BKM PW	Zmiana 1M	+4,3% +1,4%
ISIN	PLPBKM000012	Zmiana YTD	+4,3% +1,4%
Liczba akcji (mln)	5,0	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	362,9	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN
EV (mln PLN)	359,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,3 +4,9%
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	147,1	161,0	173,4
EBITDA	20,0	34,1	46,0	50,7	55,3
marża EBITDA	19,0%	26,6%	31,3%	31,5%	31,9%
EBIT	15,4	29,9	41,2	45,3	49,8
Zysk netto	9,1	22,1	30,6	33,9	37,4
P/E	39,8	16,4	11,9	10,7	9,7
P/BV	9,0	6,5	4,6	3,7	3,0
EV/EBITDA	18,1	10,7	7,8	7,1	6,5
DPS	1,21	1,41	1,56	2,62	3,41
DYield	1,7%	1,9%	2,1%	3,6%	4,7%
Zmiana prognoz					
Przychody			+1,3%	+1,1%	+0,9%
EBITDA			+0,7%	+0,3%	-0,2%
EBIT			+2,4%	+1,6%	+1,0%
Zysk netto			+2,5%	+1,7%	+1,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	11,4	14,0	19,7	21,3	24,1
CFO/EBITDA	57%	41%	43%	42%	44%
Capex	-3,8	-9,4	-6,5	-8,0	-7,9
Aktywa ogółem	133,0	163,5	190,5	221,2	252,9
Kapitał własny	40,4	55,6	78,4	99,4	119,7
Dług netto	-3,5	-0,3	-4,9	-4,5	-3,2
Dług netto/EBITDA (x)	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1

Analiza porównawcza

	EV / EBITDA			FCF / EV		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	7,3	7,2	7,2	-5,6%	1,4%	2,0%
Maksimum	36,1	17,6	14,4	8,0%	9,1%	10,0%
Mediana	10,5	9,6	9,0	3,5%	4,5%	4,8%
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdykontowana wartość FCF	337,0
Dług netto i inne korekty	19,0
Wycena DCF na akcję (PLN)	63,96

Podsumowanie DDM

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost DIV po prognozie	2,5%
Wycena DDM na akcję (PLN)	62,11

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	84,15
DDM	33%	62,11
DCF	33%	68,02
Cena wynikowa		71,45
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		76,00

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 stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 2 lutego 2018 o godzinie 08:53.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 2 lutego 2018 o godzinie 08:53.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, 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, Energa, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, Lotos, 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, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energa, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, Lotos, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, 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, Robyg, 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) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

Agora	Axel Springer, Carmike Cinemas, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, Gruppo Editoriale L'Espresso, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Regal Entertainment Group, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media, Telegraaf Media Groep
AmRest	Alsea, Autogrill, Chipotle Mexican, Collins Foods, Jack In The Box, McDonalds, Mitchells & Butlers, Panera Bread, Starbucks, Texas Roadhouse, Wendy's, Yum! Brands
Asseco Poland	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Atal, Dom Development, Robyg	Archicom, Atal, Dom Development, i2 Development, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, Polnord, Robyg, Ronson
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, 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, Voxx Net-a-Porter, Zalando
CD Projekt	Activision, Blizzard, CAPCOM, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Electronic Arts
CEZ, Enea, Energa, PGE, Tauron	CEZ, EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
Ciech	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, Dow Chemical, Huntsman, Soda Samayii, Solvay, Synthos, Tata Chemicals, Tessenderlo Chemie, Tronox, Wacker Chemie
Comarch	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Cyfrowy Polsat	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Swisscom, Talktalk Telecom, TDC, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmetleri, Vimpelcom, Vodafone Group
Dino	Carrefour, Dixy Group, Emperia, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Echo Investment	Archicom, Atal, Capital Park, Dom Development, GTC, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, P.A. Nova, PHN, Polnord, Robyg, Ronson
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
JSW	Alliance Resource Partners, Peabody Energy, Arch Coal, Semirara Mining and Power, Bukin Asam, Henan Shenhua, Yanzhou Coal Mining, Banpu Public, LW Bogdanka, Shaanxi Heima, China Coal, Shougang Fushan Resources, Cokal, Teck Resources
Kernel	Astarta, Anderssons, 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
LC Corp	Archicom, Atal, Dom Development, Echo Investment, GTC, i2 Development, JWC, Lokum Deweloper, Polnord, Robyg, Ronson
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 Hizmetleri, 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 Hizmetleri, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, SSE, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Galp, Hellenic, Huntsman, Indorama, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Unipetrol, Westlake
Play	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, TDC, Telecom Italia, TalkTalk, Tele2, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmetleri, Vimpel, Vodafone Group
Polwax	Alexandria Mineral Oils, Calumet Specialty Products, Ciech, Fuchs Petrolub, H&R, Moresco, Sasol
Skarbiec Holding	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Altus, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, 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, Pfleiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmarin, 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	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-01-26	2017-11-23	2017-10-02	2017-07-25
cena docelowa (PLN)	18,90	18,00	18,80	18,80
kurs z dnia rekomendacji	13,15	15,20	17,10	15,28

Ailleron

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,60	18,73

Alior Bank

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-01	2018-01-05	2017-03-16	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	109,00	90,00	90,00	71,50
kurs z dnia rekomendacji	85,50	78,10	71,97	65,42

Alumetal

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-07-31	2017-04-28	2017-03-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	46,99	64,00	59,67

Amica

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	130,00

AmRest

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	407,00	422,00	422,00
kurs z dnia rekomendacji	425,00	403,00	357,00

Aparator

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-07-31	2017-04-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	31,29	35,05

Archicom

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	15,75

Asseco BS

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	28,90	26,29

Asseco Poland

rekomendacja	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20	2017-04-27	2017-02-24
cena docelowa (PLN)	44,00	44,80	44,80	44,00	44,80	48,79	53,00
kurs z dnia rekomendacji	45,62	44,47	47,00	44,54	47,23	54,70	55,81

Asseco SEE

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	13,25	11,45

Atal

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-10
cena docelowa (PLN)	49,20	45,00	44,10	44,10
kurs z dnia rekomendacji	42,40	40,40	40,00	34,89

Atende

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,85	4,46

BBI Development

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-02-02	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,70	0,73

Boryszew

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-30
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	9,85

Budimex

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-07-24	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	246,00	267,00	238,40
kurs z dnia rekomendacji	197,80	229,50	275,65

Bytom

rekomendacja	przeważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,50	2,67	2,37

BZ WBK

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-02-01	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	430,00	377,87	377,87	400,10	332,34
kurs z dnia rekomendacji	420,00	370,00	358,50	369,60	351,25

Capital Park

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	8,42
kurs z dnia rekomendacji	5,95

CCC

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	295,00	292,00	292,00	308,00	294,00	219,00
kurs z dnia rekomendacji	281,00	293,00	239,85	276,00	262,20	225,50

CD Projekt

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	90,00	74,34	59,90
kurs z dnia rekomendacji	115,00	116,25	83,40

CEZ

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01
cena docelowa (CZK)	532,50	548,60	512,33	512,33	468,78	453,01	496,80
kurs z dnia rekomendacji	530,00	490,70	481,30	441,30	416,00	399,00	450,50

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-24
cena docelowa (PLN)	90,13	79,54	77,07	82,00	82,00
kurs z dnia rekomendacji	61,25	65,16	62,73	69,69	81,00

Comarch

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2017-11-27	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	180,00	205,00	185,00	195,00	195,00	205,00	205,00
kurs z dnia rekomendacji	177,00	178,30	163,50	178,50	195,00	223,00	204,80

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2018-01-31	2017-11-03	2017-08-29
cena docelowa (PLN)	25,70	24,40	24,40
kurs z dnia rekomendacji	24,70	24,58	27,80

Dino

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2018-01-18
cena docelowa (PLN)	95,40	95,40
kurs z dnia rekomendacji	85,00	80,00

Dom Development

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-05-12
cena docelowa (PLN)	103,00	101,10	81,70	81,70
kurs z dnia rekomendacji	82,00	82,25	76,10	70,20

Echo

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-03
cena docelowa (PLN)	6,31	6,42	6,64	6,64
kurs z dnia rekomendacji	5,05	5,19	5,21	6,26

Elektrobudowa

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-05-08	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	113,00	134,00	146,00	146,00
kurs z dnia rekomendacji	81,20	109,50	120,55	139,90

Elektrotim

rekomendacja	przeważaj	niedoważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2017-11-16	2017-10-24	2017-09-14	2017-03-06
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,61	9,76	11,98	15,07

Elemental

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-08-31
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	2,55

Enea

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	12,98	12,82	12,82	14,59	15,23	12,60	8,81
kurs z dnia rekomendacji	11,07	12,19	11,89	14,80	15,25	13,14	10,67

Energia

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-21	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	15,20	14,97	14,81	14,49	13,50	13,20	10,71
kurs z dnia rekomendacji	12,21	12,60	12,09	13,40	13,64	11,65	10,87

Erbud

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-12-15	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	29,80	29,80	31,30	33,50	33,50
kurs z dnia rekomendacji	20,60	24,70	26,00	31,50	32,98

Ergis

rekomendacja	równoważ
data wydania	2018-01-29
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	4,77

Erste Bank

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (EUR)	40,00	35,98	35,98
kurs z dnia rekomendacji	40,64	35,50	32,67

Eurocash

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	32,30	38,30	44,30	47,60
kurs z dnia rekomendacji	26,04	27,48	38,62	39,14

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01	2017-07-20
cena docelowa (PLN)	7,29	7,24	6,84	6,95
kurs z dnia rekomendacji	6,20	6,18	5,81	5,84

Forte

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-29	2017-08-31
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	43,00	49,10	74,02

GetBack

rekomendacja	kupuj
data wydania	2017-11-30
cena docelowa (PLN)	33,38
kurs z dnia rekomendacji	23,00

Getin Noble Bank

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-02-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	1,50	1,27	1,27	2,14
kurs z dnia rekomendacji	1,83	1,61	1,28	2,02

Gino Rossi

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-11-28	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,29	1,78

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-07-03	2017-06-23	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	73,42	73,64	78,52	80,77	69,60	74,30	74,30	74,30	73,90
kurs z dnia rekomendacji	72,00	74,40	71,30	79,80	68,90	72,08	63,30	67,50	63,01

GTC

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-08-02
cena docelowa (PLN)	9,70	10,00	9,59
kurs z dnia rekomendacji	9,67	9,90	9,62

Handlowy

rekomendacja	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-02-01	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	94,00	85,00
kurs z dnia rekomendacji	84,70	83,70

Herkules

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-01-25	2017-10-24	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,67	3,60	4,17

i2 Development

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-01-12
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	14,90

ING BSK

rekomendacja	trzymaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-02-01	2017-12-01	2017-04-05	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	212,00	152,39	152,39	152,39
kurs z dnia rekomendacji	220,00	203,00	171,00	183,50

Jeronimo Martins

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08
cena docelowa (EUR)	16,90	17,10	17,10	17,10	16,90
kurs z dnia rekomendacji	17,12	16,50	15,85	16,76	17,09

JSW

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	122,30
kurs z dnia rekomendacji	101,00

JWC

rekomendacja	równoważ
data wydania	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	4,41

Kernel

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	53,47	57,20	58,70	71,74	73,90
kurs z dnia rekomendacji	50,90	47,51	48,25	60,70	68,33

Grupa Kety

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	391,41	390,72	414,09
kurs z dnia rekomendacji	385,00	408,00	402,10

KGHM

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	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
cena docelowa (PLN)	128,62	114,71	103,08	103,08	124,12	130,96	132,22	132,22	132,22	132,22	128,64
kurs z dnia rekomendacji	111,50	113,10	100,00	114,25	117,40	126,10	121,00	110,65	120,10	131,50	129,00

Komercni Banka

rekomendacja	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-12-01	2017-09-01
cena docelowa (CZK)	1111,00	1111,00
kurs z dnia rekomendacji	899,00	966,50

Kruk

rekomendacja	kupuj	kupuj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	300,94	340,17	308,06	219,64
kurs z dnia rekomendacji	222,20	293,45	340,95	293,85

Kruszwica

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-03-29
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	63,50

LC Corp

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-09-26
cena docelowa (PLN)	3,74	3,54
kurs z dnia rekomendacji	3,10	2,69

Lokum Deweloper

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-01-25	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	18,00	16,30

Lotos

rekomendacja	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-29	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	52,67	51,53	51,53	51,61	51,61	48,25	36,27
kurs z dnia rekomendacji	57,78	58,48	61,66	66,37	59,75	58,86	48,63

LPP

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	sprzedaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-20	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	9400,00	9900,00	8200,00	8400,00	8800,00	7400,00	5300,00
kurs z dnia rekomendacji	9 790,00	9 990,00	8 173,95	8 172,05	8 696,65	6 700,00	6 635,25

Mangata

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-10-26
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	112,55

Millennium

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-02-01	2017-05-08	2017-04-05	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	7,00	5,81	5,81	5,81
kurs z dnia rekomendacji	9,59	7,06	6,67	6,82

MOL

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (HUF)	3152,00	3104,00	3077,00	2865,00
kurs z dnia rekomendacji	3 080,00	3 121,00	3 000,00	2 977,50

Monnari

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	8,21	8,93	7,89

Netia

rekomendacja	redukuj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	4,60	4,00
kurs z dnia rekomendacji	5,30	3,90

Orange Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-12-12	2017-06-30	2017-03-09
cena docelowa (PLN)	7,30	7,10	6,90
kurs z dnia rekomendacji	5,39	5,15	4,67

OTP Bank

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-03-01
cena docelowa (HUF)	12090,00	10901,00	10901,00	10901,00	10901,00	10901,00	9031,25
kurs z dnia rekomendacji	11 560,00	10 960,00	10 055,00	10 715,00	9 895,00	10 445,00	8 450,00

PA Nova

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	24,00

PBKM

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	76,00	71,00	71,00	66,30	63,90	70,00
kurs z dnia rekomendacji	73,00	69,60	63,00	63,00	54,50	60,50

Prime Car Management

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	35,30
kurs z dnia rekomendacji	28,80

Pekao

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-02-01	2017-07-18	2017-07-03	2017-04-05	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	157,00	145,42	137,42	146,10	146,10
kurs z dnia rekomendacji	135,90	131,25	124,80	134,60	139,95

Pfleiderer Group

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-08
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	36,65

PGE

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	13,30	13,20	13,61	14,98	14,46	14,46
kurs z dnia rekomendacji	11,87	11,93	13,30	14,27	13,29	12,29

PGNiG

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-02-27
cena docelowa (PLN)	7,65	7,73	7,73	7,57	7,57	7,25	7,25
kurs z dnia rekomendacji	6,58	6,03	6,63	6,79	6,83	6,75	6,12

PKN Orlen

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	82,84	81,80	86,55	81,50
kurs z dnia rekomendacji	107,90	121,60	121,70	117,90

PKO BP

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2018-02-01	2017-12-01	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	38,00	31,20	31,20
kurs z dnia rekomendacji	45,66	42,30	33,28

Play

rekomendacja	trzymaj
data wydania	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	34,70
kurs z dnia rekomendacji	33,20

Polnord

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-02-02	2017-12-27	2017-05-16
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	10,50	8,70	10,00

Polwax

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	18,80	20,56	20,53
kurs z dnia rekomendacji	11,05	11,95	13,54

Pozbud

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-13
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	2,98

PZU

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01	2017-07-18
cena docelowa (PLN)	50,58	51,83	51,83	51,83
kurs z dnia rekomendacji	44,17	45,00	48,50	44,19

Robyg

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-05-12
cena docelowa (PLN)	4,03	4,25	4,35
kurs z dnia rekomendacji	3,86	3,40	3,21

Ronson

rekomendacja	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-02-02	2017-03-06
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,45	1,80

Skarbiec Holding

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	56,30
kurs z dnia rekomendacji	30,60

Stelmet

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-07-17
cena docelowa (PLN)	28,37	28,94	30,50
kurs z dnia rekomendacji	19,20	22,20	22,51

Synthos

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-11-30	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	4,77	4,73	4,62	4,39
kurs z dnia rekomendacji	4,89	4,76	5,14	4,78

Tarczyński

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2018-01-29	2017-11-20	2017-05-31
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	13,05	11,00	11,20

Tauron

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	3,38	3,23	3,64	3,89	3,67	3,03
kurs z dnia rekomendacji	3,08	3,10	3,75	3,92	3,65	3,35

Torpol

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,98	8,16	8,55	10,93	12,05

Trakcja

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,24	7,56	7,69	10,30	12,80

TXM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-08	2017-03-09
cena docelowa (PLN)	5,41	5,74	5,77	6,10	6,25	6,95
kurs z dnia rekomendacji	2,36	2,02	1,99	2,97	4,00	5,50

Ulma

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	73,90

Unibep

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	10,80	10,80	14,00	15,40	12,80
kurs z dnia rekomendacji	8,60	9,76	9,90	12,20	12,59

Vistula

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-19	2017-12-13	2017-11-28	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	5,16	4,34	4,36	3,88	3,26

Wasko

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,24	1,98

Wirtualna Polska

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	56,10	53,00	53,00	53,00
kurs z dnia rekomendacji	51,80	48,20	43,00	47,89

ZUE

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	przeważaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-09-14	2017-04-12
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,18	6,44	6,89	9,20	12,35

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