

poniedziałek, 5 marca 2018 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: marzec 2018

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

W kolejnych tygodniach dobre makro i wyniki spółek w USA pozwolą indeksom giełdowym wrócić do styczniowych rekordów, a nawet je przebić. Będzie to dobry moment na zmniejszanie zaangażowania na rynku akcji w dłuższej perspektywie.

Ze spółek

Finanse

Zgodnie z zapowiedziami polityków oraz po pozytywnej opinii Rady Ministrów prace nad ustawą CHF ponownie ruszyły. Podtrzymujemy nasze zalecenie przeważania banków bez ekspozycji na hipoteczne kredyty walutowe z wyjątkiem BZ WBK, gdzie nawet w przypadku wprowadzenia ustawy widzimy potencjał wzrostu. Z zagranicznych banków preferujemy Komercni Banka, który pokazał bardzo dobre wyniki za 4Q, zaś ze spółek finansowych – PZU.

Paliwa

Podtrzymujemy negatywny scenariusz dla sektora downstream. Temat fuzji PKN Orlen i Lotosu powinien tracić siłę rażenia ze względu na odległy harmonogram pełnej integracji. Alternatywą dla rafinerii zarówno z uwagi na czynniki makro jak i mikro pozostaje PGNiG.

Energetyka

Indeks WIG-Energia odchylił się wyraźnie in minus od europejskich spółek „utilities” mimo braku profilu dywidendowego i odwrócenia negatywnych tendencji na TGE. Nadal rekomendujemy kupno Energi, ponadto podnosimy rekomendacje dla PGE i Enei.

Telekomunikacja, media, IT

Po spadkach notowań CPS podwyższamy rekomendację do akumuluj z trzymaj. Pozostajemy pozytywni na OPL, a w mediach na AGO i WPL (większy potencjał wzrostu w AGO). Negatywne postrzegamy NET i ACP. Wśród spółek o mniejszej kapitalizacji naszym zdaniem niedowartościowane są ASE, WAS i ATD.

Przemysł, metale

W 4Q'17 oczekujemy, że wyniki w spółkach przemysłowych będą nadal bez wyraźnej tendencji. Według naszych szacunków w 4Q'17 47% spółek poprawi zeszłoroczne rezultaty i również 47% je pogorszy. Pozytywnych zaskoczeń na wynikach upatrywalibyśmy w spółkach Alumetal i Elemental. Naszymi top-pickami pozostają Amica, Famur, Pfeiderer i Pozbud. Naszym zdaniem dobrze powinny zachowywać się surowce – korzystnie dla JSW i KGHM.

Budownictwo

Wciąż zalecamy selektywne podejście do sektora, choć dane GUS dla rynku budowlanego oraz wstępne wyniki finansowe Budimex i ZUE nastrajają optymistycznie. Naszymi faworytami w ramach sektora są Erbud, Budimex i Elektrobudowa.

Deweloperzy

Sezon wyników 4Q'17 powinien być bardzo udany. Zarządy spółek powinny podtrzymać optymistyczny przekaz na konferencjach wynikowych. Podtrzymujemy przeważanie spółek z sektora.

Handel

Wyniki kilku spółek z sektora handlowego za 4Q'17 negatywnie zaskoczyły inwestorów. Coraz bardziej widoczna jest presja kosztów wynagrodzeń na wyniki. Zalecamy selektywne podejście do sektora oraz wykorzystanie korekty na przeważanie CCC, LPP, DNP, EUR, JMT, MON oraz BTM.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: 1AT, ALR, AMC, BDX, CCC, CIE, DOM, ECH, ELB, ENA, ENG, ERB, EUR, FMF, JMT, JSW, KGH, KOMB, LCC, LPP, PFL, PGE, PGN, POZ, PZU, STL

Negatywne: CDR, LTS, MIL, PKN, PKO

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	60 580	-6,8%	-5%
ATX	3 389	-4,2%	-1%
BUX	36 939	-7,5%	-6%
PX	1 106	-2,0%	+3%

Indeksy sektorowe WIG	1M	YTD
WIG20	-7,7%	-6%
mWIG40	-6,2%	-4%
sWIG80	-2,9%	-1%
Banki	-7,8%	-4%
Budownictwo	+0,5%	-2%
Chemia	-12,8%	-11%
Energia	-12,2%	-13%
Górnictwo	-6,0%	-7%
Informatyka	-2,2%	-0%
Media	-2,9%	+2%
Nieruchomości	-4,6%	-1%
Odzież	-12,6%	-7%
Paliwa	-7,4%	-8%
Spożywczy	-3,5%	+4%
Telekomunikacja	-3,2%	-5%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
BZ WBK	kupuj ▲	430,00 PLN ►
CCC	kupuj ▲	286,00 PLN ▼
CEZ	trzymaj ►	506,40 CZK ▼
Ciech	kupuj ►	85,87 PLN ▼
Comarch	trzymaj ►	166,50 PLN ▼
Cyfrowy Polsat	akumuluj ▲	24,90 PLN ▼
Enea	kupuj ▲	12,11 PLN ▼
Energia	kupuj ►	14,71 PLN ▼
Erbud	kupuj ►	29,40 PLN ▲
Eurocash	kupuj ►	31,10 PLN ▼
Famur	kupuj ►	7,28 PLN ▼
Getin Noble Bank	trzymaj ▲	1,50 PLN ►
Grupa Azoty	trzymaj ►	67,13 PLN ▼
Grupa Kęty	trzymaj ►	379,66 PLN ▼
GTC	akumuluj ▲	9,70 PLN ►
ING BSK	akumuluj ▲	212,00 PLN ►
Jeronimo Martins	akumuluj ▲	16,90 EUR ►
JSW	kupuj ►	120,71 PLN ▼
Kernel	trzymaj ►	53,46 PLN ▼
KGHM	akumuluj ►	122,81 PLN ▼
Lotos	redukuj ►	51,08 PLN ▼
LPP	akumuluj ▲	9500 PLN ▲
MOL	trzymaj ►	3027,00 HUF ▼
PGE	kupuj ▲	12,61 PLN ▼
PGNiG	kupuj ►	7,51 PLN ▼
PKN Orlen	sprzedaj ►	80,55 PLN ▼
PKO BP	redukuj ▲	38,00 PLN ►
PZU	kupuj ▲	50,58 PLN ►
Stelmet	kupuj ►	27,72 PLN ▼
Tauron	trzymaj ►	2,98 PLN ▼

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	5
3. Prognozy i rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku na tle konsensusu	9
4. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	11
5. Statystyki rekomendacji	14
6. Kalendarium wydarzeń	15
7. Makroekonomia	16
8. Finanse	18
8.1. Alior Bank	18
8.2. BZ WBK	19
8.3. Getin Noble Bank	20
8.4. Handlowy	21
8.5. ING BSK	22
8.6. Millennium	23
8.7. Pekao	24
8.8. PKO BP	25
8.9. Komerční Banka	26
8.10. Erste Bank	27
8.11. OTP Bank	28
8.12. PZU	29
8.13. GetBack	30
8.14. Kruk	31
8.15. Prime Car Management	32
8.16. Skarbiec Holding	33
9. Chemia	34
9.1. Ciech	34
9.2. Grupa Azoty	35
9.3. Polwax	36
10. Paliwa	37
10.1. Lotos	37
10.2. MOL	38
10.3. PGNiG	39
10.4. PKN Orlen	40
11. Energetyka	41
11.1. CEZ	41
11.2. Enea	42
11.3. Energa	43
11.4. PGE	44
11.5. Tauron	45
12. Telekomunikacja, media, IT	46
12.1. Netia	46
12.2. Orange Polska	47
12.3. Play	48
12.4. Agora	49
12.5. Cyfrowy Polsat	50
12.6. Wirtualna Polska	51
12.7. Asseco Poland	52
12.8. CD Projekt	53
12.9. Comarch	54
13. Przemysł, surowce	55
13.1. Famur	55
13.2. Grupa Kęty	56
13.3. JSW	57
13.4. Kernel	58
13.5. KGHM	59
13.6. Stelmet	60
14. Budownictwo	61
14.1. Budimex	61
14.2. Elektrobudowa	62
14.3. Erbud	63
14.4. Unibep	64
15. Deweloperzy	65
15.1. Atal	65
15.2. Capital Park	66
15.3. Dom Development	67
15.4. Echo Investment	68
15.5. GTC	69
15.6. LC Corp	70
16. Handel	71
16.1. AmRest	71
16.2. CCC	72
16.3. Dino	73
16.4. Eurocash	74
16.5. Jeronimo Martins	75
16.6. LPP	76
16.7. TXM	77
17. Inne	78
17.1. PBKM	78

Rynek akcji

Zgodnie z naszymi przewidywaniami (*Strategia inwestycyjna 2018*) na rynkach rozpoczęła się głębsza korekta. Jej bezpośrednim powodem była przecena na rynku obligacji w USA i rosnące obawy o wpływ na gospodarkę szybszej ścieżki podwyżek stóp procentowych w 2018 i 2019 roku. W Europie opublikowane zostały dane makro, które rozczarowały inwestorów (szczególnie wskaźniki PMI), a wynik wyborów parlamentarnych we Włoszech był nadal bardzo niepewny. Dodatkowo, Trump zapowiedział wprowadzenie ceł importowych na aluminium i stal, co zapewne wywoła reakcję ze strony Chin i Europy. Wskaźnik optymizmu inwestorów w USA bulls/bears na koniec lutego – pomimo spadku na giełdach – na koniec lutego utrzymywał się na wysokim poziomie (44,7/22,8), co zwykle oznaczało, że korekta może jeszcze się przeciągnąć w czasie.

Podtrzymujemy nasz scenariusz bazowy na kolejne tygodnie. Rynki nadal wspiera napływ nowego kapitału do funduszy ETF dedykowanych rynkowi akcji – szczególnie na rynki wschodzące (EM). Dobre otoczenie makro na świecie i poprawiające się wyniki spółek będą się utrzymywać, co po zakończeniu korekty (pierwsza połowa marca) powinno prowadzić do ponownego wzrostu wartości indeksów w okolice szczytów ze stycznia. Naszym zdaniem będzie to dobry moment na zmniejszenie zaangażowania na rynku akcji. Jak podkreślaliśmy w *Strategii* czynnikiem ryzyka w dłuższym okresie jest poziom zalewarowania zakupów na giełdzie. Na koniec stycznia *margin debt* na rachunkach inwestycyjnych w USA wzrósł do 666 mld USD. Po uwzględnieniu gotówki na rachunkach, pozycja netto (-315 mld USD) stanowi równowartość obrotów ok. 7 dni sesyjnych na S&P500 – w 2000 i 2007 było to maksymalnie 2 dni.

FED, Trump i wybory we Włoszech chłodzą nastroje

Pierwsze wystąpienie Powella – nowego szefa FED – zostało odebrane przez inwestorów jako jastrzębie. Za taką oceną stała przede wszystkim bardziej wyraźna zapowiedź przeciwdziałania przegrzaniu gospodarki, a w efekcie najprawdopodobniej podwyższenie projekcji stóp procentowych na 2019 rok, a być może również na 2018. Obecnie rynki dyskontują czwartą podwyżkę stóp procentowych w br. z prawdopodobieństwem 35%. Naszym zdaniem nieco słabsze dane makro w kolejnych tygodniach będą chłodzić te oczekiwania.

Wraca na wokandę również temat wprowadzenia przez USA (deklaracja Trumpa, 1 marca) ceł na import aluminium (10%) i stal (25%), co może prowadzić do wojny celnej (Chiny zapowiedziały, że w odpowiedzi wprowadzą cła na żywność i samoloty) i ograniczenia wymiany handlowej.

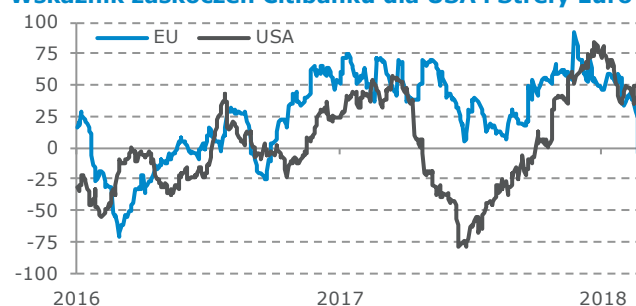
Wybory parlamentarne we Włoszech zakończyły się bez wyraźnych rozstrzygnięć (w chwili przygotowywania tekstu dostępne były tylko wyniki szacunkowe). Zwycięzcą (35-36% poparcia sondażowego badania exit polls) została koalicja partii centroprawicowych, którą jednoczyli byli premier Silvio Berlusconi. Nieco lepszy wynik od przedwyborczych sondaży osiągnął populistyczny Ruch Pięciu Gwiazd (30%), a słabszy dotychczas rządząca centro prawica (ok. 20%). Berlusconi jeszcze przed wyborami na kandydata na premiera wskazał obecnego przewodniczącego Parlamentu Europejskiego – Antonio Tajani, który jednak deklarował, że objęcie przez niego urzędu będzie możliwe, jeśli Rząd zdobędzie większość parlamentarną... na co obecnie się nie zanoszą. Włochy czeka teraz kilka tygodni negocjacji i prób tworzenia koalicji rządowych. Wynik wyborów oznacza, że Włochy nadal będą borykać się z kryzysami i brakiem reform, ale jednocześnie

nie zrealizował się negatywny scenariusz w którym Ruch Pięciu Gwiazd dochodzi do władzy. Biorąc pod uwagę, że inwestorzy sprzedawali akcje przed wyborami, ich wynik powinien mieć neutralny wpływ na rynki.

Słabsze momentum makro

Przed miesiącem zwracaliśmy uwagę, że wysokie w ujęciu historycznym odchylenia dodatnie wskaźników wyprzedzających oznaczają wysokie prawdopodobieństwo odwrócenia momentum danych makro (nadal ekspansja gospodarki, ale w wolniejszym tempie). W USA największym rozczarowaniem była sprzedaż nowych domów oraz słabsze dane o sprzedaży detalicznej. W Europie (we wszystkich dużych gospodarkach Strefy) negatywnie zaskoczyły wskaźniki wyprzedzające PMI zarówno dla przemysłu (58,5 vs. 59,6), jak i usług (56,7 vs. 58,0). Jeszcze dwa miesiące temu, taki zestaw danych zostałby odebrany przez inwestorów pozytywnie (zmniejszenie presji na zacieśnianie polityki monetarnej).

Wskaźnik zaskoczeń Citibanku dla USA i Strefy Euro

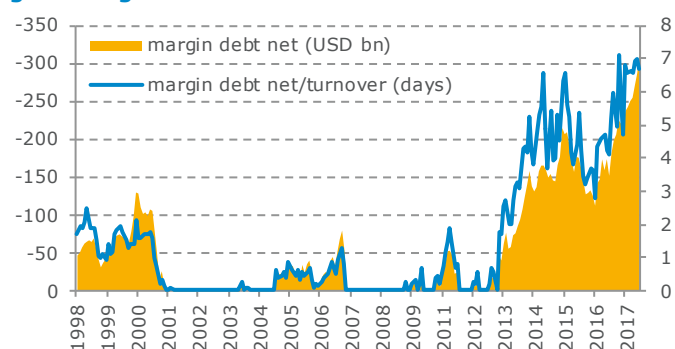


Źródło: Bloomberg

Rośnie zalewarowanie zakupu akcji w USA

W *Strategii inwestycyjnej 2018* wskazaliśmy, że jednym z istotniejszych czynników ryzyka jest poziom zalewarowania pozycji na akcjach amerykańskich. Według najnowszych danych na koniec stycznia br. poziom *margin debt* na rachunkach inwestycyjnych wzrósł do 666 mld USD (+22,9 mld USD m/m), a pozycja netto (po uwzględnieniu gotówki) do -315 mld USD (-28,5 mld USD m/m). Jak podkreślaliśmy sam poziom lewarowanych zakupów nie wyznacza końca rynku byka, ale w przypadku zmiany sentymentu pokazuje skalę potencjalnej podaży. W wartościach bezwzględnych poziom *margin debt* jest kilkakrotnie wyższy niż w szczytach poprzednich cykli giełdowych. Dla lepszego zobrazowania skali ryzyka odnieśliśmy również wielkość *margin debt* minus *cash* do średnich obrotów na S&P500. Obecnie pozycja netto stanowi równowartość 7 dni obrotu giełdowego – w poprzednich cyklach wynosiła maksymalnie 2 dni (wykres poniżej).

Margin debt minus cash na rachunkach inwestycyjnych w USA – w mld USD i w przeliczeniu na dni obrotu giełdowego na S&P500



Źródło: Dom Maklerski mBanku na podstawie danych FINRA, Bloomberg

ETFy nadal z dużymi napływami kapitału na rynek akcji

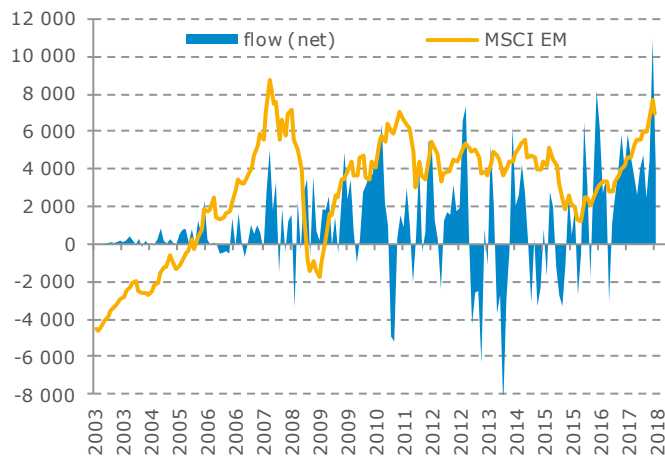
Pomimo spadku cen akcji na giełdach w lutym utrzymały się wysokie napływy kapitału do funduszy ETF dedykowanych rynkowi akcji. Z 10,5 mld USD jakie netto pozyskały akcyjne ETFy aż 4,0 mld USD trafiło do funduszy dedykowanych na rynki wschodzące (w styczniu 10,9 mld USD). Warto przy tym zwrócić uwagę, że napływ w tej ostatniej grupie dotyczył w większym stopniu funduszy ukierunkowanych na LatAm oraz kraje azjatyckie (Korea Płd.). Giełdy w regionie CEE zachowywały się relatywnie słabo, pomimo publikacji dobrych danych makro. Może to sugerować, że fundusze aktywnie zarządzane skracają pozycję na WIG20 czy BUX wykorzystując popyt ze strony ETF.

Nadal uważamy, że ETFy pozostają jednym z głównych czynników ryzyka, jeżeli sentyment na giełdach odwróci się.

Michał Marczak

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

Napływy netto do ETF akcyjnych dedykowanych rynkom EM na tle notowań MSCI EM



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Sektory

Finanse

- Zgodnie z naszymi przewidywaniami prace nad ustawą frankową ruszyły na przełomie lutego oraz marca. Informacja ta została odzwierciedlona w kursie akcji Banku Millennium, który jest potencjalnie najbardziej wrażliwy na skutki ustawy. Potencjał spadku widzimy nadal w PKO BP, a w GNB w momencie wprowadzenia ustawy. Podtrzymujemy nasze zalecenie przeważania banków bez ekspozycji na kredyty CHF, chociażby ze względu na bardziej atrakcyjne wyceny. W bankach bez ekspozycji na kredyty CHF największy potencjał wzrostu widzimy w Alior Banku, a następnie w Pekao, Handlowym oraz ING.
- Wyjątkiem wśród banków ze znaczącą ekspozycją na kredyty CHF jest BZ WBK, którego rekomendację podnosimy do kupuj. Uważamy, że potencjał płynący z akwizycji DB Polska nie został odzwierciedlony w wycenie banku. Ponadto ewentualne wprowadzenie ustawy CHF zredukowałoby naszą cenę docelową o około 20 PLN, co pozostawia bank nadal z potencjałem do wzrostu. Uważamy, że rynek obawia się nawisu podaźowego ze strony Deutsche Bank, ale należy zaznaczyć, że nie powinien on sprzedawać po cenie niższej niż 375 PLN/akcję, która jest wyższa od obecnej wyceny rynkowej.
- Podtrzymujemy naszą rekomendację kupowania walorów Komerčni Banka. Na wskaźniku 2018 P/E Komerčni Banka notowane jest z 26% dyskontem do PKO BP, pomimo znacznie wyższego ROE (13% wobec 9%) oraz dywidendy (1% wobec 5%). Ponadto, wyniki KB będą wspierane przez podwyżki stóp procentowych, które rozpoczęły się już w 2017 roku, kiedy podwyżki w Polsce prognozowane są dopiero na maj 2019 roku.
- **Kluczowe rekomendacje:** Alior Bank (kupuj), Bank Millennium (sprzedaj), PZU (kupuj), Komerčni Banka (kupuj).

Chemia

- W przypadku indeksów MSCI Chemicals dla Świata i Europy obserwowana w lutym korekta na rynku akcji spowodowała wycenę do poziomów poniżej trzyletnich średnich na wskaźniku P/E (na poziomie 3-letnich średnich na EV/EBITDA).
- Dobre otoczenie gospodarcze w Europie oraz ograniczenia szkodliwej dla środowiska produkcji w Chinach pozytywnie wpływają na wyniki i notowania spółek chemicznych. Z drugiej strony umocnienie EUR do USD pogarsza konkurencyjność produkcji w Europie i budzi obawy o zwiększenie importu z innych lokalizacji.
- Z drugiej strony 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.
- Obecnie naszym zdaniem najbardziej atrakcyjnie wyceniany jest Ciech (wyniki w 4Q'17 implikują drugi najwyższy wynik w historii pod względem EBITDA; szansa na podniesienie konsensusu w nadchodzących tygodniach).
- Mimo znaczącej korekty ceny akcji neutralnie podchodzimy do wyceny Grupy Azoty (możliwa presja na wyniki przy rosnących cenach gazu ziemnego w 1Q'18; oczekujemy większej ilości przestojów remontowych w 2018 roku; ambitne plany zakupowe również poza granicami kraju).
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj).

Paliwa

- Umocnienie dolara i redukcja rekordowo wysokich pozycji długich na kontraktach terminowych ściągnęły ceny Brent ponownie poniżej 65 USD/Bbl. Na razie nie widzimy jednak zagrożenia dla naszych średnioterminowych założeń z uwagi na widoczny dalszy spadek globalnych zapasów i korzystny bilans popytowo-podażowy. Liczymy także na kontynuację odbicia na europejskim rynku gazu po dość słabym początku roku.
- Marże rafineryjne utrzymują się na niskich poziomach już od kilku miesięcy, co jest pochodną normalizacji dynamiki popytu, rosnących zapasów paliw przy wysokiej utylizacji mocy rafineryjnych, planowanych coraz większych uruchomień nowych instalacji oraz rekordowego eksportu paliw z Chin, a także spadku rentowności na produktach ciężkich w otoczeniu droższego surowca. Wsparciem w lutym było natomiast odbicie dyferencjału Ural/Brent, które wynikało z sezonowych przestojów w rafineriach i wzrostu dostaw w Primorsku m/m (r/r nadal wyraźnie niższy poziom).
- W petrochemii na razie marże zaskakują in plus, ale oczekujemy, że zaplanowane uruchomienia nowych mocy etylenowych w USA wraz z niekorzystnym kursem EUR/USD będzie wywierać presję na rentowność biznesu w Europie.
- W Polsce wydarzeniem był komunikat o fuzji Orlenu i Lotosu, ale naszym zdaniem powoli kurz opada i ta kwestia będzie tracić wpływ na bieżące notowania spółek ze względu na dość odległy harmonogram transakcji.
- W takim scenariuszu makro utrzymujemy negatywne nastawienie do rafinerii, a jako alternatywę wskazujemy akcje PGNiG, które skorzysta nie tylko na drożejących węglowodorach, ale ma szansę na re-rating i ekspansję wskaźników wyceny (obecnie EV/EBITDA blisko 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:** Lotos (redukuj), PKN Orlen (sprzedaj), PGNiG (kupuj).

Energetyka

- W lutym ceny energii w Niemczech nadal znajdowały się pod presją i choć zmiana w stosunku do styczniowego zamknięcia nie była już znacząca (34 EUR/MWh vs. 35 EUR/MWh) to clean dark spread spadał pod ciężarem droższych uprawnień emisyjnych, które dotarły do 10 EUR/t.
- Przy spadającej rentowności wytwarzania oraz negatywnych trendach na rynku obligacji sektor spółek użyteczności publicznej notował odpływ kapitału, co znalazło odzwierciedlenie w branżowych indeksach zarówno w USA jak i Europie. Paradoksalnie najbardziej ucierpiały jednak polskie spółki energetyczne (negatywne odchylenie od wspomnianych indeksów YTD sięga aż 6-8 punktów procentowych), które już od dawna przestały być traktowane jako podmioty dywidendowe.
- Tymczasem na polskim rynku energii tendencje w lutym były raczej pozytywne i po incydentalnie słabym styczniu (rekordowa generacja wiatrowa) ceny spotowe skoczyły do 200 PLN/MWh (średnia styczniowa 162 PLN/MWh) podnosząc również krzywą terminową. W efekcie aktualny hedge 2019 po korekcie o CO₂ jest zbliżony do poziomu zabezpieczeń 2018. Nadal czekamy na parametry (PZM, wskaźniki korygujące moc) pierwszej aukcji rynku mocy (czerwiec) i wydaje się, że przy aktualnym sentymencie (pogorszonym jeszcze przez warsztaty zorganizowane przez PGE) może to być tylko katalizator pozytywny.

- Negatywnie rynek zareagował również na informację o fuzji PKN/LTS, która według interpretacji niektórych może oznaczać wycofanie się PKN z projektu jądrowego, co jest mało prawdopodobne biorąc pod uwagę odległy termin wydatków na elektrownię atomową.
- Zwracamy uwagę, że polski sektor energetyczny kończy właśnie cykl inwestycyjny i znacznie generować dodatni FCF, co pozwoli na wzrost komponentu equity w ramach EV (nawet bez założenia że przełoży się to na dywidendy).
- 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 wciąż realną perspektywę zamrożenia projektu Ostrołęka C. Po ostatnich spadkach znaczny potencjał wzrostowy dostrzegamy w przypadku PGE i Enei, dla których podnosimy rekomendacje do kupuj.
- **Kluczowe rekomendacje:** Enea (kupuj), Energa (kupuj), PGE (kupuj).

Telekomunikacja, media, IT

- 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.
- 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.
- 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 będą 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 jednocześnie utrzymywanie (a nawet zwiększanie) zatrudnienia miał przeciwny efekt. W 4Q'17 pojawiły się pierwsze duże kontakty publiczne, w tym kontrakt na systemy cyfrowej rejestracji spraw w sądach powszechnych (138 mln PLN netto dla konsorcjum CMR i Maxto), umowa ATD z Resortowym Centrum Zarządzania Sieciami na środowisko platformy wirtualizacji za 61 mln PLN, olbrzymi przetarg na infrastrukturę systemu ERTMS/GSM w PKP dla konsorcjum z WAS (2,3 mld PLN netto na całość).
- 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 sądzimy, że część decyzji o przetargach może być przeciągnięta w czasie.
- Wśród spółek IT o mniejszej kapitalizacji naszym 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), Atende (przeważaj), Wasko (przeważaj), Asseco SEE (przeważaj).

Przemysł, surowce

- Lutowa korekta na rynku akcji sprowadziła wyceny indeksów MSCI Industrials dla Świata i Europy do poziomów trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Jeszcze miesiąc temu komentowaliśmy, że wysoka premia do średnich może być argumentem do lokalnej korekty. Obecne poziomy wycen spółek przemysłowych są znacznie atrakcyjniejsze, ale obserwowane umocnienie EUR do USD nie sprzyja wynikom generowanym przez producentów zlokalizowanych w Europie.
- W 4Q'17 oczekujemy, że nadal wyniki w spółkach przemysłowych będą bez wyraźnej tendencji. Według naszych szacunków w 4Q'17 47% spółek poprawi zeszłoroczne rezultaty i równe 47% je pogorszy. Pozytywnych zaskoczeń upatrywalibyśmy w spółkach Alumetal, Elemental i Stelmet. Negatywnych zaskoczeń oczekiwaliśmy w Apator i Forte, a szacunkowe dane potwierdziły nasze obawy.
- 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.
- Ze średnich spółek wśród naszych top picków obecnie wymienilibyśmy Amica (podwyżki cenników w 3Q'17, nowy magazyn daje oszczędności na 10-12 mln PLN na 2018 rok, atrakcyjna wycena na tle sektora - patrz strona 8), Famur (rosnący portfel zamówień; wzrost cen węgla i surowców) oraz Pfeiderer Group (wyraźny trend wzrostu cen płyty drewnopochodnej w Europie; niska baza rezultatów w 2017 roku). Z mniejszych natomiast Cognor (oczekujemy dobrych wyników za 4Q'17, wyraźna poprawa marży na produktach - prętach żebrowanych) oraz Pozbud (4xP/E na 2019 rok).
- Z uwagi na obserwowane umocnienie PLN do USD z ostrożnością podchodzimy do wyceny Ursus (obawy o rentowność na kontraktach eksportowych do Afryki). Dodatkowo od początku roku właściciel sprzedał akcje za 6,8 mln PLN (2,9% akcji w obrocie).
- **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 renegotjacji. 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 renegotjacji porozumień płacowych wynosiła 1,7 mln ton (wydobycia w skali roku). Większość z negocjacji będzie mieć miejsce w Chile i Peru, które odpowiadają za około 40% światowej produkcji miedzi.
- 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 produkcja rafinowanej miedzi w 2017 roku spadła o 0,5% r/r, a jej wykorzystanie wzrosło o 0,6% r/r. Deficyt surowca w całym roku wyniósł 195 tys. ton. 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 Chiny 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.
- W końcu lutego ceny stali reagowały wzrostami na informację o planowanym ograniczeniu produkcji stali w regionie Tangshan (Chiny) w okresie 16'III-14'XI (nawet po okresie przestojów zimowych). Region Tangshan odpowiada za 12% produkcji stali w Chinach. Zapowiedzi ograniczenia mocy pozytywnie wpływały na notowania wyrobów ze stali.
- Głównym wyzwaniem dla spółek wydobywczych w 2018 roku będzie presja po stronie wynagrodzeń (przywrócenie przywilejów pracowniczych w JSW, 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

- W I'18 produkcja budowlana w Polsce wzrosła o 35% r/r, odnotowując najsilniejszy wzrost od 2007 r. Wskaźnik ogólnego klimatu w budownictwie wzrósł w II'18 o 10 pkt. r/r (najlepszy luty od 2008 r.). Wśród barier działalności gwałtownie spada konkurencja przy względnej stabilizacji barier związanych z rynkiem pracy. Dane GUS są lekko optymistyczne, szczególnie w kontekście Budimeksu.
- II'18 był pierwszym miesiącem od III'17, w którym indeks WIG-Budownictwo zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku. Spółki budowlane „uklepują dołek” czwartego miesiąca z rzędu. Sektor jest notowany na medianie P/E=11,9x oraz EV/EBITDA=5,6x na 2018. Oczekiwania rynku są zawieszone nisko, co zmniejsza ryzyko negatywnych zaskoczeń w sezonie publikacji wyników za 4Q'17. Pierwsze wyniki były zbliżone do oczekiwań (Unibep) lub powyżej nich (ZUE, Budimex).
- Podtrzymujemy nasze top-picki ze strategii (BDX, ELB, ERB), szczególnie zwracając uwagę na przeceniony w lutym ERB.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Erbud (kupuj), Budimex (kupuj), Elektrobudowa (kupuj).

Deweloperzy

- Wydarzeniem lutego było podniesienie ceny w wezwaniu oraz transakcja zakupu Robyga na mnożnikach P/B=1,8x oraz P/E'18-19=8,5x. Względem siedmiu preferowanych deweloperów (ARH, 1AT, DOM, ECH, I2D, LCC, LKD) oznacza to 50% premii na P/B oraz 27% premii na P/E. Transakcja uwolniła do inwestorów ok. 1 mld PLN gotówki.
- W 4Q deweloperzy mieszkaniowi rozliczyli w wynikach łącznie 44% więcej mieszkań r/r. Wzrost przekazał przełoży się na ponad 50% wzrost ZN w 9 pokrywanych przez nas spółkach mieszkaniowych. Największej dodatniej dynamiki spodziewamy się w Atalu, i2 Development (+215% r/r), Lokum (+62% r/r), Dom Development (+37% r/r).
- Otoczenie rynkowe pozostaje wyjątkowo sprzyjające. Spodziewamy się pozytywnego wydźwięku marcowych konferencji wynikowych (silny popyt oraz wzrost cen mieszkań w 1Q).
- W oparciu o Regresję P/B-ROE relatywnie najtańszymi deweloperami pozostają I2D oraz LKD. Spadek kursu LCC nie ma według nas uzasadnienia fundamentalnego, a spółka pozostaje najtańszą spośród liderów rynku. Wciąż preferujemy ECH względem GTC mimo różnicy w stopie zwrotu YTD.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dom Development (kupuj), Echo Investment (kupuj), LC Corp (kupuj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj), i2 Development (przeważaj).

Handel

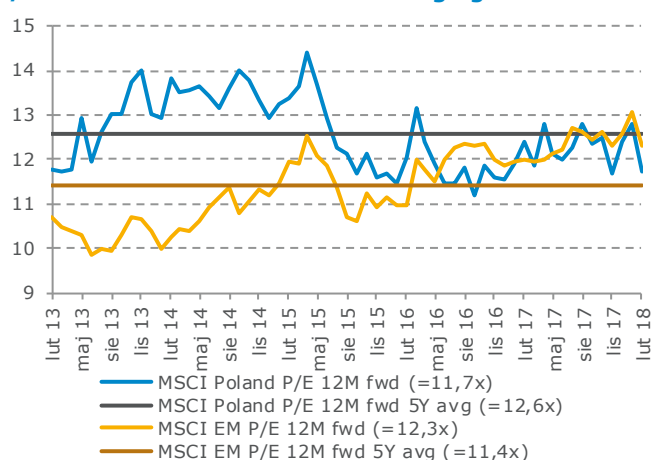
- Od marca 2018 roku obowiązuje ustawa zakazu handlu w niedzielę. W 2018 roku sklepy będą mogły być otwarte w dwie niedziele miesiąca, w 2019 roku w jedną niedzielę w miesiącu, a w 2020 wszystkie niedziele będą wolne. Wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę początkowo może mieć negatywny wpływ na sprzedaż porównywalną spółek odzieżowych i obuwniczych. W średnim terminie popyt powinien zostać dostosowany, a spółki powinny uzyskać korzyści po stronie kosztów SG&A (dostosowanie harmonogramów pracy). Zamknięcie centrów handlowych w niedzielę może mieć lekko negatywny wpływ na biznes restauracyjny AmRest w Polsce (według naszych szacunków około 50% restauracji spółki znajduje się w centrach handlowych, a negatywny efekt zamknięcia restauracji w co drugą niedzielę wyniósłby 1,1% sprzedaży AmRest). Ograniczenie handlu powinno mieć niski wpływ na sprzedaż spółek z handlu spożywczego, gdzie niedziela stanowi niski udział w tygodniowej sprzedaży, a popyt powinien się szybko dostosować. Niedziela w sektorze spożywczym jest dniem, który w wielu przypadkach nie generuje zysku.
- Deprecjacja USDPLN r/r w 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. 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).
- Naszym zdaniem atrakcyjnie wycenione jest CCC, które pomimo słabego sezonu jesień-zima'17 oferuje atrakcyjne perspektywy wzrostu w średnim terminie rozwijając dynamicznie kanał e-commerce (platforma eobuwie.pl).
- Dalsza poprawa Ifl, sprzyjający kurs USDPLN oraz dynamiczny rozwój e-commerce powinny pozytywnie wpływać na dynamikę wyników LPP w 2018 roku.
- 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), CCC (kupuj), TXM (kupuj), JMT (akumuluj), LPP (akumuluj), Bytom (przeważaj), Monnari (przeważaj).

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

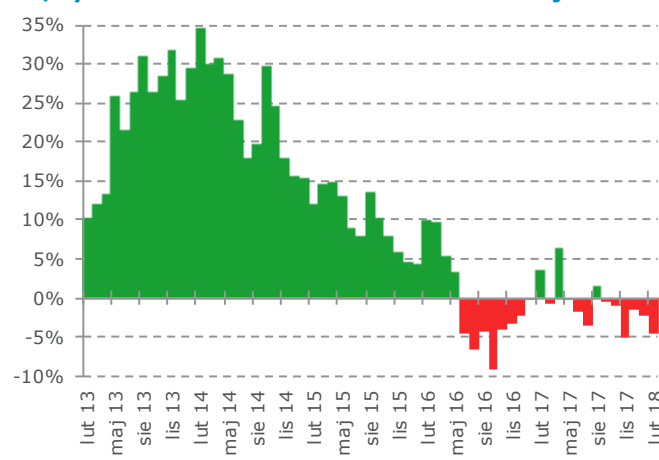
lut 17=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
mar 17	-8%	+1%	+0%	+2%	+1%	+0%	-1%	+0%	+4%	+0%	-3%	-4%	+0%	+0%	-5%	+5%
kwi 17	+8%	+1%	+14%	+2%	+12%	+0%	-0%	+0%	+4%	+0%	-6%	-5%	-3%	+0%	+3%	+5%
maj 17	+9%	+1%	+14%	+2%	+11%	+0%	+1%	+0%	+4%	+0%	-4%	-5%	-7%	+0%	+12%	+5%
cze 17	+9%	+6%	+15%	+2%	+13%	+0%	+6%	+40%	+4%	+1%	-5%	-2%	-8%	+3%	+3%	+5%
lip 17	+10%	+7%	+17%	+2%	+17%	+0%	+6%	+43%	+5%	+1%	-8%	-4%	-6%	+3%	-1%	+5%
sie 17	+15%	+8%	+17%	+3%	+17%	+5%	+12%	+45%	+6%	-4%	+45%	-2%	-6%	-3%	+5%	-6%
wrz 17	+17%	+7%	+18%	+3%	+21%	+9%	+13%	+36%	+8%	-6%	+43%	-2%	-8%	+15%	+11%	-5%
paź 17	+18%	+6%	+18%	+3%	+23%	+9%	+15%	+36%	+11%	-6%	+34%	-2%	+11%	+15%	+11%	-5%
lis 17	+18%	+1%	+19%	+1%	+23%	+6%	+16%	+32%	+13%	-14%	+34%	-2%	+14%	+15%	+17%	-30%
gru 17	+17%	+3%	+21%	+1%	+20%	+6%	+14%	+32%	+12%	-2%	+35%	+5%	+6%	+6%	+12%	-21%
sty 18	+17%	+14%	+22%	+0%	+18%	+7%	+13%	+25%	+13%	-10%	+35%	+60%	+4%	-6%	+15%	+97%
lut 18	+18%	+12%	+21%	+0%	+18%	+9%	+14%	+19%	+12%	-14%	+34%	+60%	+1%	-6%	+20%	+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 sty'18 „Surowce mDM” uwzględniają JSW, a „TMT mDM” Play

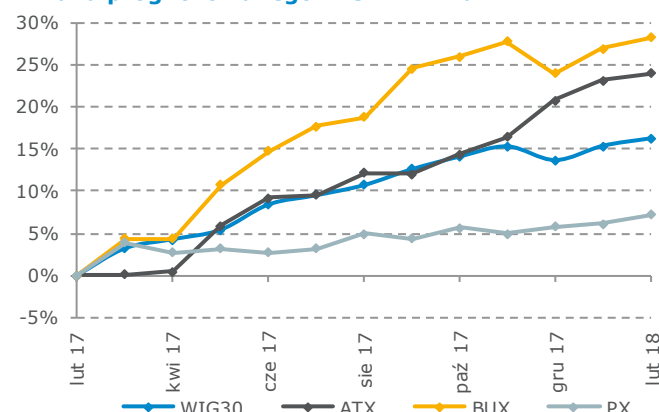
P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets oraz premia/dyskonto wskaźnika dla Polski wobec krajów EM



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

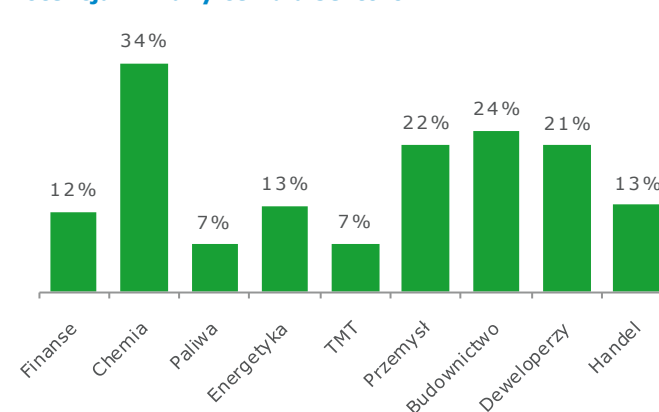


Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



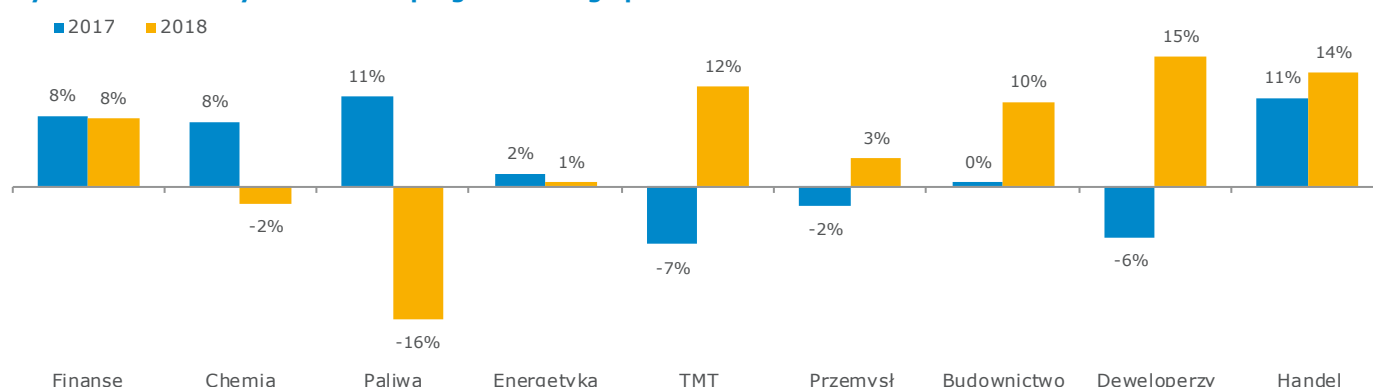
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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	2	1	95,22	+14,5%	-2%	+17%	+12%				16
BZ WBK	kupuj	430,00	3	12	2	415,03	+3,6%	-3%	+2%	+7%				17
Getin Noble Bank	trzymaj	1,50	2	2	5	1,49	+0,5%	-	-	-43%				8
Handlowy	akumuluj	94,00	2	8	1	84,30	+11,5%	+1%	-1%	+4%				12
ING BSK	akumuluj	212,00	3	5	5	208,75	+1,6%	-2%	-3%	-4%				13
Millennium	sprzedaj	7,00	3	3	7	8,61	-18,7%	-2%	-5%	-13%				11
Pekao	kupuj	157,00	12	12	1	148,50	+5,7%	+24%	-4%	-2%				18
PKO BP	redukuje	38,00	3	12	8	41,73	-8,9%	+2%	-5%	-1%				21
Komercni Banka	kupuj	1 111,0	12	6	2	1 053,7	+5,4%	+10%	+10%	+25%				17
Erste Bank	trzymaj	40,00	14	13	2	42,44	-5,7%	+5%	+2%	+2%				16
OTP Bank	akumuluj	12 090	12	3	3	11 835	+2,2%	+5%	-1%	+2%				14
PZU	kupuj	50,58	8	3	1	49,30	+2,6%	-6%	+5%	+2%				9
GetBack	kupuj	33,38	3	1	0	26,60	+25,5%	+5%	+7%	-7%				3
Kruk	kupuj	300,94	4	2	2	296,19	+1,6%	-8%	-8%	-6%				5
Prime Car Management	kupuj	35,30	1	1	0	34,15	+3,4%	-6%	+5%	-6%				3
Chemia														
Ciech	kupuj	85,87	4	5	1	67,85	+26,6%	+3%	+30%	+33%	+4%	+19%	+22%	6
Grupa Azoty	trzymaj	67,13	5	2	5	62,91	+6,7%	-1%	-15%	-16%	-2%	-4%	-3%	4
Paliwa														
Lotos	redukuje	51,08	5	4	2	65,61	-22,1%	+21%	-23%	-33%	+11%	-12%	-9%	9
MOL	trzymaj	3 027,0	6	4	0	3 507,2	-13,7%	+10%	-32%	-36%	-0%	-13%	-12%	7
PGNiG	kupuj	7,51	5	4	2	7,06	+6,4%	-10%	+15%	+18%	-8%	+9%	+11%	7
PKN Orlen	sprzedaj	80,55	2	5	10	103,32	-22,0%	+2%	-31%	-38%	+8%	-20%	-21%	11
Energetyka														
CEZ	trzymaj	506,40	7	7	7	511,75	-1,0%	+1%	+12%	+14%	+2%	+6%	+3%	13
Enea	kupuj	12,11	3	6	1	13,86	-12,6%	+4%	-18%	-21%	+4%	-3%	-2%	6
Energia	kupuj	14,71	4	6	1	13,57	+8,4%	+10%	+3%	+5%	+1%	+0%	+1%	8
PGE	kupuj	12,61	6	5	4	13,65	-7,6%	-8%	+4%	-12%	-1%	+4%	-2%	6
Tauron	trzymaj	2,98	2	6	5	3,38	-11,8%	+10%	+5%	-12%	+1%	-0%	-0%	8
TMT														
Netia	redukuje	4,60	1	4	3	4,62	-0,5%	+259%	+24%	+11%	-1%	+0%	+2%	4
Orange Polska	kupuj	7,30	5	9	4	6,21	+17,6%	-	+154%	+135%	-6%	+2%	+5%	13
Play	trzymaj	34,70	9	3	2	39,64	-12,5%	-25%	+2%	-7%	-17%	-2%	-2%	9
Agora	kupuj	18,90	4	2	0	16,02	+18,0%	-	+60%	+55%	-75%	+5%	+2%	5
Cyfrowy Polsat	akumuluj	24,90	8	7	0	27,93	-10,9%	-3%	+1%	+7%	-1%	+5%	+5%	11
Wirtualna Polska	akumuluj	56,10	6	1	0	55,35	+1,4%	-4%	+13%	+13%	-4%	+2%	+4%	6
Asseco Poland	redukuje	44,00	2	6	2	51,15	-14,0%	+76%	-8%	-10%	-4%	-2%	-2%	7
Asseco BS	równoważ	-	2	2	0	30,20	-	+1%	+4%	+1%	+0%	+2%	+0%	2
Asseco SEE	przeważaj	-	3	0	0	16,60	-	-1%	-1%	-4%	-0%	-2%	-2%	3
Wasko	przeważaj	-	2	0	0	-	-	-0%	-0%	-4%	-0%	+0%	-3%	1
CD Projekt	sprzedaj	90,00	6	1	2	116,32	-22,6%	-6%	-38%	-2%	-11%	-43%	-18%	5
Comarch	trzymaj	166,50	2	4	0	187,88	-11,4%	-23%	-27%	-19%	-13%	-14%	-11%	4
Przemysł														
Alumetal	równoważ	-	2	3	0	60,70	-	+0%	-8%	-17%	-0%	-5%	-14%	4
Amica	przeważaj	-	2	1	1	-	-	+2%	+11%	+7%	-1%	+2%	+4%	3
Apator	równoważ	-	1	3	0	-	-	-14%	-3%	-7%	-7%	-4%	-7%	3
Elemental	równoważ	-	1	1	0	-	-	+11%	+22%	+68%	+3%	+6%	+20%	2
Famur	kupuj	7,28	2	0	1	7,50	-2,9%	-39%	+10%	-2%	+0%	+2%	-7%	2
Forte	równoważ	-	3	4	1	53,82	-	-6%	-4%	-25%	-5%	+1%	-16%	8
Kemel	trzymaj	53,46	6	3	0	64,90	-17,6%	-9%	-3%	+16%	-4%	-3%	+6%	6
Grupa Kęty	trzymaj	379,66	5	4	1	409,34	-7,2%	+2%	+1%	+0%	+0%	+3%	-1%	7
Pfleiderer Group	przeważaj	-	7	1	1	44,94	-	-16%	+5%	+7%	-7%	-2%	-4%	5
JSW	kupuj	120,71	3	4	5	100,53	+20,1%	-6%	+20%	+8%	-8%	+15%	+16%	11
KGHM	akumuluj	122,81	6	8	5	117,47	+4,5%	+26%	+13%	-6%	-19%	-1%	-12%	9
Budownictwo														
Budimex	kupuj	246,00	1	2	5	204,58	+20,2%	+2%	+5%	+15%	+5%	+4%	+14%	6
Elektrobudowa	kupuj	113,00	3	2	1	102,64	+10,1%	+37%	-4%	-14%	+28%	-0%	-12%	5
Erbud	kupuj	29,40	3	2	0	30,20	-2,6%	+13%	+21%	+24%	+11%	+17%	+20%	5
Unibep	kupuj	10,80	3	2	0	12,58	-14,1%	-19%	-8%	-4%	-23%	-5%	+5%	4
Torpol	równoważ	-	2	1	1	16,04	-	-	-19%	-6%	-3%	-7%	+0%	5
Trakcja	równoważ	-	3	4	1	7,61	-	+29%	-15%	+3%	+17%	-4%	+7%	6
Deweloperzy														
Atal	akumuluj	49,20	2	2	0	45,07	+9,2%	+0%	+4%	-5%	-0%	+2%	-3%	3
Capital Park	kupuj	8,42	3	0	0	7,66	+9,9%	-	+2%	+12%	-	+3%	+40%	2
Dom Development	kupuj	103,00	6	1	1	91,47	+12,6%	+3%	+5%	+6%	+3%	+6%	+5%	5
Echo	kupuj	6,31	3	3	0	5,77	+9,3%	+12%	+42%	+17%	+22%	+84%	+56%	5
GTC	akumuluj	9,70	8	3	1	10,80	-10,2%	+42%	+5%	+7%	+29%	-3%	-3%	4
LC Corp	kupuj	3,74	3	1	0	3,52	+6,3%	-10%	-2%	+4%	-28%	-4%	+5%	3
Polnord	równoważ	-	1	2	0	9,50	-	+75%	+17%	-14%	+71%	-3%	-23%	5
Ronson	niedoważaj	-	1	1	3	1,50	-	+11%	-7%	+29%	+3%	-5%	+43%	4
Handel														
AmRest	trzymaj	407,00	7	4	0	447,12	-9,0%	-3%	-17%	-24%	-1%	-3%	-4%	7
CCC	kupuj	286,00	9	5	3	285,29	+0,3%	-4%	-8%	+8%	-2%	-6%	+3%	13
Dino	kupuj	95,40	9	4	2	84,23	+13,3%	-1%	+5%	+8%	-0%	+4%	+5%	14
Eurocash	kupuj	31,10	13	7	2	31,16	-0,2%	-	-26%	-20%	-26%	-6%	-7%	19
Jeronimo Martins	akumuluj	16,90	7	14	8	16,56	+2,1%	-8%	+5%	+2%	-1%	+6%	+7%	20
LPP	akumuluj	9 500,0	0	8	11	7 665,2	+23,9%	-0%	+19%	+23%	-2%	+8%	+9%	14
Bytom	przeważaj	-	2	2	0	2,96	-	+1%	+8%	+9%	+3%	+11%	+11%	4
Gino Rossi	równoważ	-	1	1	1	3,00	-	-84%	-62%	-48%	-18%	-19%	-18%	5
Monnari	przeważaj	-	5	0	0	10,80	-	+3%	+11%	+13%	+2%	+7%	+9%	4
Vistula	równoważ	-	2	2	0	5,19	-	+1%	+9%	+12%	+1%	+9%	+7%	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						+11,8%	13,5	11,7		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	80,90	+34,7%	20,3	11,0		
BZ WBK	kupuj	2018-03-05	357,80	430,00	357,80	+20,2%	16,0	14,1		
Getin Noble Bank	trzymaj	2018-03-05	1,45	1,50	1,45	+3,4%	-	-		
Handlowy	akumuluj	2018-02-01	84,70	94,00	81,90	+14,8%	20,0	16,9		
ING BSK	akumuluj	2018-03-05	198,00	212,00	198,00	+7,1%	18,4	16,4		
Millennium	sprzedaj	2018-02-01	9,59	7,00	8,25	-15,2%	14,7	13,9		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	128,30	+22,4%	13,6	15,4		
PKO BP	redukuj	2018-03-05	42,20	38,00	42,20	-10,0%	16,7	15,9		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	918,00	+21,0%	11,6	11,7		
Erste Bank	trzymaj	2018-02-02	40,64	40,00 EUR	41,45	-3,5%	13,5	12,6		
OTP Bank	akumuluj	2018-02-02	11 560	12 090 HUF	11 090	+9,0%	10,5	11,2		
PZU	kupuj	2018-03-05	41,55	50,58	41,55	+21,7%	13,4	10,7		
GetBack	kupuj	2017-11-30	23,00	33,38	12,96	+157,6%	4,5	3,5		
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	207,60	+45,0%	12,9	11,0		
Prime Car Management	kupuj	2018-02-02	28,80	35,30	26,60	+32,7%	8,3	7,3		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-02-02	30,60	56,30	31,50	+78,7%	9,1	7,6		
Chemia						+33,5%	7,7	7,6	5,0	6,0
Ciech	kupuj	2018-03-05	55,90	85,87	55,90	+53,6%	7,7	7,6	5,0	4,8
Grupa Azoty	trzymaj	2018-03-05	56,55	67,13	56,55	+18,7%	10,8	13,3	5,6	6,0
Polwax	kupuj	2018-02-02	11,05	18,80	10,90	+72,5%	6,5	5,7	5,0	6,4
Paliwa						+7,1%	6,4	11,6	4,2	5,4
Lotos	redukuj	2018-03-05	56,30	51,08	56,30	-9,3%	5,8	13,0	4,3	6,2
MOL	trzymaj	2018-03-05	2 718	3 027 HUF	2 718	+11,4%	6,6	10,1	4,1	4,5
PGNiG	kupuj	2018-03-05	5,98	7,51	5,98	+25,6%	11,8	8,4	5,4	4,1
PKN Orlen	sprzedaj	2018-03-05	95,20	80,55	95,20	-15,4%	6,1	13,6	4,0	7,5
Energetyka						+12,5%	5,0	5,5	4,0	4,2
CEZ	trzymaj	2018-03-05	495,00	506,40 CZK	495,00	+2,3%	13,9	16,6	7,6	7,3
Enea	kupuj	2018-03-05	10,36	12,11	10,36	+16,9%	4,3	5,5	4,3	4,2
Energa	kupuj	2018-03-05	10,11	14,71	10,11	+45,5%	5,0	5,1	4,0	3,9
PGE	kupuj	2018-03-05	10,28	12,61	10,28	+22,7%	7,3	6,6	3,6	3,9
Tauron	trzymaj	2018-03-05	2,69	2,98	2,69	+10,8%	3,4	4,2	3,9	4,6
Telekomunikacja, media, IT						+7,2%	29,3	22,3	7,9	6,6
Netia	redukuj	2018-02-02	5,30	4,60	5,25	-12,4%	44,9	47,8	5,4	6,1
Orange Polska	kupuj	2017-12-12	5,39	7,30	5,67	+28,7%	-	24,8	5,0	4,7
Play	trzymaj	2018-01-25	33,20	34,70	32,70	+6,1%	21,4	9,0	7,9	6,3
Agora	kupuj	2018-01-26	13,15	18,90	13,45	+40,5%	-	25,5	20,3	4,6
Cyfrowy Polsat	akumuluj	2018-03-05	22,80	24,90	22,80	+9,2%	13,7	11,7	7,4	6,6
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-02-02	51,80	56,10	52,40	+7,1%	37,9	20,7	13,6	10,8
Asseco Poland	redukuj	2018-02-02	45,62	44,00	45,70	-3,7%	6,4	15,3	7,9	6,9
CD Projekt	sprzedaj	2018-02-02	115,00	90,00	105,90	-15,0%	51,5	77,7	41,3	61,0
Comarch	trzymaj	2018-03-05	155,00	166,50	155,00	+7,4%	29,3	22,3	13,1	8,8
Przemysł, surowce						+21,5%	10,0	11,6	7,5	7,6
Famur	kupuj	2018-03-05	6,10	7,28	6,10	+19,3%	70,4	18,3	12,4	8,2
Grupa Kęty	trzymaj	2018-03-05	352,50	379,66	352,50	+7,7%	13,2	12,8	9,0	8,4
JSW	kupuj	2018-03-05	92,80	120,71	92,80	+30,1%	5,0	4,9	2,6	2,2
Kemel	trzymaj	2018-03-05	48,80	53,46	48,80	+9,5%	6,6	11,2	5,3	7,4
KGHM	akumuluj	2018-03-05	102,50	122,81	102,50	+19,8%	6,7	5,9	6,1	3,9
Stelmet	kupuj	2018-03-05	17,15	27,72	17,15	+61,6%	25,9	12,0	11,9	7,8
Budownictwo						+23,6%	10,8	9,8	4,3	5,8
Budimex	kupuj	2018-02-02	197,80	246,00	202,00	+21,8%	11,1	13,0	4,8	6,9
Elektrobudowa	kupuj	2018-02-02	81,20	113,00	88,00	+28,4%	6,9	10,2	3,6	5,1
Erbud	kupuj	2018-03-05	21,30	29,40	21,30	+38,0%	10,4	9,3	3,9	4,4
Unibep	kupuj	2018-02-02	8,60	10,80	8,20	+31,7%	11,3	9,3	9,0	6,5
Deweloperzy						+21,4%	9,4	8,8	9,2	8,5
Atal	akumuluj	2018-02-02	42,40	49,20	43,50	+13,1%	9,4	8,8	8,2	7,8
Capital Park	kupuj	2018-02-02	5,95	8,42	5,40	+55,9%	-	10,7	-	17,4
Dom Development	kupuj	2018-02-02	82,00	103,00	85,00	+21,2%	11,1	8,8	9,2	7,2
Echo	kupuj	2018-02-02	5,05	6,31	5,10	+23,7%	6,9	6,9	12,5	8,3
GTC	akumuluj	2018-03-05	8,64	9,70	8,64	+12,3%	6,6	10,6	8,9	14,7
LC Corp	kupuj	2018-02-02	3,10	3,74	2,79	+34,1%	11,5	6,8	16,5	8,6
Handel						+12,7%	36,0	23,5	17,4	13,3
AmRest	trzymaj	2018-02-02	425,00	407,00	413,50	-1,6%	49,4	39,3	16,7	13,3
CCC	kupuj	2018-03-05	243,00	286,00	243,00	+17,7%	32,8	24,6	19,5	15,5
Dino	kupuj	2018-02-02	85,00	95,40	83,00	+14,9%	38,8	27,4	22,9	17,0
Eurocash	kupuj	2018-03-05	21,99	31,10	21,99	+41,4%	-	23,1	14,2	7,5
Jeronimo Martins	akumuluj	2018-03-05	15,17	16,90 EUR	15,17	+11,4%	24,7	19,8	10,5	8,8
LPP	akumuluj	2018-03-05	8 620	9 500	8 620	+10,2%	36,0	23,5	18,2	13,7
TXM	kupuj	2018-02-02	2,36	5,41	2,34	+131,2%	-	13,1	-	6,8
Inne						+4,4%	11,8	10,7	7,8	7,1
PBKM	trzymaj	2018-02-02	73,00	76,00	72,80	+4,4%	11,8	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						19,9	14,9	7,5	6,5
Ailleron	równoważ	2018-01-30	17,60	17,10	-2,8%	23,8	20,2	12,3	9,7
Asseco BS	równoważ	2018-01-30	28,90	28,60	-1,0%	19,9	17,0	13,3	11,4
Asseco SEE	przeważaj	2018-01-30	13,25	13,00	-1,9%	12,6	12,2	5,8	5,4
Atende	przeważaj	2018-01-30	4,85	4,46	-8,0%	14,1	11,5	7,5	6,5
Wasko	przeważaj	2018-01-30	2,24	2,10	-6,3%	33,8	14,9	7,5	5,3
Spółki przemysłowe						13,6	11,9	8,3	6,6
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	53,10	+13,0%	12,8	11,4	9,7	8,5
Amica	przeważaj	2018-01-05	130,00	131,00	+0,8%	7,0	7,0	6,6	5,7
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	24,50	+2,1%	15,6	12,7	8,5	7,6
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	9,72	-1,3%	10,9	12,4	8,4	7,8
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	2,00	-21,6%	9,2	6,1	6,9	5,2
Ergis	równoważ	2018-01-29	4,77	4,08	-14,5%	7,8	7,6	5,7	5,4
Forte	równoważ	2018-02-02	43,00	55,00	+27,9%	19,6	14,4	14,4	11,1
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	72,00	+13,4%	27,7	23,1	14,2	12,3
Mangata	równoważ	2016-10-26	112,55	98,00	-12,9%	14,5	12,8	8,2	7,4
Pfleiderer Group	przeważaj	2017-11-08	36,65	38,10	+4,0%	42,2	17,6	7,4	5,8
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,86	+29,5%	14,9	6,9	10,2	5,7
Tarczyński	równoważ	2018-01-29	13,05	13,85	+6,1%	9,2	10,0	5,5	5,7
Budownictwo						20,7	12,3	8,4	5,5
Elektrotim	przeważaj	2017-11-16	7,61	9,00	+18,3%	22,7	10,3	8,1	5,1
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,50	-4,6%	52,2	11,7	8,7	5,8
Torpol	równoważ	2018-02-02	7,98	7,88	-1,3%	-	12,3	18,7	5,1
Trakcja	równoważ	2018-02-02	7,24	7,10	-1,9%	12,9	17,6	5,2	6,8
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	6,30	+1,9%	-	17,6	10,6	8,0
Deweloperzy						14,6	7,6	14,5	8,7
Archicom	przeważaj	2018-01-25	15,75	15,70	-0,3%	7,2	7,3	6,8	7,1
BBI Development	równoważ	2018-02-02	0,70	0,71	+1,4%	-	16,8	-	13,7
i2 Development	przeważaj	2018-01-12	14,90	16,30	+9,4%	14,6	4,4	20,1	5,4
JWC	równoważ	2018-01-25	4,41	4,40	-0,2%	15,2	7,9	10,7	7,1
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-01-25	18,00	17,70	-1,7%	7,5	6,0	6,9	5,3
PA Nova	równoważ	2018-02-28	23,30	23,30	+0,0%	9,1	7,0	14,5	10,3
Polnord	równoważ	2018-02-02	10,50	8,91	-15,1%	38,4	14,7	33,8	33,5
Ronson	niedoważaj	2018-02-02	1,45	1,40	-3,4%	22,4	12,9	21,1	14,8
Handel						18,7	14,1	11,4	8,5
Bytom	przeważaj	2017-11-28	2,50	3,08	+23,2%	18,7	14,0	11,7	8,7
Gino Rossi	równoważ	2017-11-28	1,29	1,14	-11,6%	-	30,3	11,0	8,3
Monnari	przeważaj	2017-11-28	8,21	10,00	+21,8%	17,2	12,6	9,3	7,0
Vistula	równoważ	2018-02-02	5,16	4,84	-6,2%	19,2	14,2	11,8	9,2

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AmRest	trzymaj	trzymaj	407,00 PLN	2018-02-02
Apator	równoważ	równoważ	- -	2018-02-28
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	sprzedaj	sprzedaj	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
PA Nova	równoważ	równoważ	- -	2018-02-28
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	sprzedaj	sprzedaj	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
Robyg	zawieszona	trzymaj	- -	2018-02-28
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	zawieszona	trzymaj	- -	2018-03-02
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

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BZ WBK	kupuj	trzymaj	430,00 PLN	2018-03-05
CCC	kupuj	trzymaj	286,00 PLN	2018-03-05
CEZ	trzymaj	trzymaj	506,40 CZK	2018-03-05
Ciech	kupuj	kupuj	85,87 PLN	2018-03-05
Comarch	trzymaj	trzymaj	166,50 PLN	2018-03-05
Cyfrowy Polsat	akumuluj	trzymaj	24,90 PLN	2018-03-05
Enea	kupuj	akumuluj	12,11 PLN	2018-03-05
Energa	kupuj	kupuj	14,71 PLN	2018-03-05
Erbud	kupuj	kupuj	29,40 PLN	2018-03-05
Eurocash	kupuj	kupuj	31,10 PLN	2018-03-05
Famur	kupuj	kupuj	7,28 PLN	2018-03-05
Getin Noble Bank	trzymaj	sprzedaj	1,50 PLN	2018-03-05
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	67,13 PLN	2018-03-05
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	379,66 PLN	2018-03-05
GTC	akumuluj	trzymaj	9,70 PLN	2018-03-05
ING BSK	akumuluj	trzymaj	212,00 PLN	2018-03-05
Jeronimo Martins	akumuluj	trzymaj	16,90 EUR	2018-03-05
JSW	kupuj	kupuj	120,71 PLN	2018-03-05
Kernel	trzymaj	trzymaj	53,46 PLN	2018-03-05
KGHM	akumuluj	akumuluj	122,81 PLN	2018-03-05
Lotos	redukuj	redukuj	51,08 PLN	2018-03-05
LPP	akumuluj	trzymaj	9500,00 PLN	2018-03-05
MOL	trzymaj	trzymaj	3027,00 HUF	2018-03-05
PGE	kupuj	akumuluj	12,61 PLN	2018-03-05
PGNiG	kupuj	kupuj	7,51 PLN	2018-03-05
PKN Orlen	sprzedaj	sprzedaj	80,55 PLN	2018-03-05
PKO BP	redukuj	sprzedaj	38,00 PLN	2018-03-05
PZU	kupuj	akumuluj	50,58 PLN	2018-03-05
Stelmet	kupuj	kupuj	27,72 PLN	2018-03-05
Tauron	trzymaj	trzymaj	2,98 PLN	2018-03-05

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	3,1%	3	6,1%
redukuj	4	4,2%	2	4,1%
niedoważaj	1	1,0%	0	0,0%
trzymaj	12	12,5%	5	10,2%
równoważ	22	22,9%	8	16,3%
akumuluj	10	10,4%	6	12,2%
kupuj	32	33,3%	24	49,0%
przeważaj	12	12,5%	1	2,0%

Kalendarium wydarzeń

Data			Wydarzenie
5 mar	10:30	Famur	Spotkania z Zarządem (GPW, ul. Książęca 4, Warszawa)
5 mar	11:30	Budimex	Spotkania z Zarządem (GPW, ul. Książęca 4, Warszawa)
6 mar		PGE	Publikacja wyników 4Q'17
6 mar	10:00	Amica	Spotkania z Zarządem (Hotel Sheraton, ul. B. Prusa 2, Warszawa)
7 mar	11:00	Dom Development	Spotkania z Zarządem (Hotel Westin, Warszawa)
7 mar		Lotos	Publikacja wyników 4Q'17
8 mar		Agora	Publikacja wyników za 2017 rok
8 mar		Ronson	Publikacja wyników za 2017 rok
8 mar		Alior Bank	Publikacja wyników za 2017 rok
8 mar	12:00	Stalexport	Telekonferencja z Zarządem (konferencja-stalexport.pl)
8 mar		AmRest	Publikacja wyników za 2017 rok
9 mar	11:00	Mennica Polska	Konferencja wynikowa 2017 (ATRIUM IBC, Al. Jana Pawła II 23, Warszawa)
12 mar		JSW	Publikacja wyników za 2017 rok
12 mar		PKO BP	Publikacja wyników za 2017 rok
13 mar		Tauron	Publikacja wyników 4Q'17
14 mar		JWC	Publikacja wyników za 2017 rok
14 mar		LPP	Publikacja wyników za 2017 rok
14 mar		PGNiG	Publikacja wyników 4Q'17
15 mar		BGŻ BNP Paribas	Publikacja wyników za 2017 rok
15 mar		Energa	Publikacja wyników 4Q'17
15 mar		Impexmetal	Publikacja wyników za 2017 rok
15 mar		KGHM	Publikacja wyników za 2017 rok
16 mar		Cognor	Publikacja wyników za 2017 rok
16 mar		Energa	Spotkania z Zarządem (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
16 mar		Grupa Kęty	Publikacja wyników za 2017 rok
16 mar		PKP Cargo	Publikacja wyników za 2017 rok
18 mar		Idea Bank	Publikacja wyników za 2017 rok
19 mar		Dino	Publikacja wyników za 2017 rok
20 mar		BOŚ Bank	Publikacja wyników za 2017 rok
20 mar		CEZ	Publikacja wyników 4Q'17
21 mar		Vistula	Publikacja wyników za 2017 rok
22 mar		CD Projekt	Publikacja wyników za 2017 rok
22 mar		Citi Handlowy	Publikacja wyników za 2017 rok
23 mar		Atende	Publikacja wyników za 2017 rok
23 mar		Cyfrowy Polsat	Publikacja wyników za 2017 rok
23 mar		Enea/LW Bogdanka	Publikacja wyników 4Q'17
23 mar		Eurocash	Publikacja wyników za 2017 rok
26 mar		11bit	Publikacja wyników za 2017 rok
26 mar		CCC	Publikacja wyników za 2017 rok
26 mar		Ciech	Publikacja wyników za 2017 rok
27 mar		CI Games	Publikacja wyników za 2017 rok
29 mar		Forte	Publikacja wyników za 2017 rok
29 mar		Kruszwica	Publikacja wyników za 2017 rok
30 mar		Boryszew	Publikacja wyników za 2017 rok

Makroekonomia

PKB w 4Q'17

GUS potwierdził wstępny szacunek PKB w IV kwartale na poziomie 5,1% r/r i 1,0% q/q (po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych) - obyło się zatem bez niespodzianek. Jak to często bywa, ciekawiej kształtują się szczegóły odczytu, tu bowiem zanotowano kilka niespodzianek względem naszych ostatnich szacunków, które opierały się o dane za pierwsze III kwartały, roczny szacunek PKB i dostępnym zestawie danych miesięcznych. Dynamika konsumpcji prywatnej okazała się większa niż szacowaliśmy i bliska oryginalnym prognozom (4,9% r/r wobec naszej ostatniej prognozy wynoszącej 4,5% r/r). Jest również spójna z zachowaniem sprzedaży detalicznej, wysoka dynamiką dochodów realnych gospodarstw domowych i rekordowymi nastrojami konsumentów, w których nie widać najmniejszego śladu spowolnienia konsumpcji prywatnej. Dynamika inwestycji nie rozczarowała - wynik 11,3% r/r jest bardzo bliski naszym ostatnim szacunkom (11,5%) i bije na głowę prognozy formułowane przez publikacją danych rocznych miesiąc wcześniej. Jak wskazywaliśmy w tamtym komentarzu, tak wysoka dynamika inwestycji i rozjazd z produkcją budowlano-montażową, która spowolniła pod koniec zeszłego roku, wskazuje jasno na silne odbicie inwestycji w maszyny i urządzenia. Skądinąd wiadomo, że odpowiadają za nie częściowo zakupy samolotów przez MON, ale ten ostatni czynnik wynosi ok. 2,5 pkt. proc. z dynamiki inwestycji. Inwestycje firm, zgodnie z komentarzem GUS, zanotowały dynamikę bliską zera, co może być efektem wyższych inwestycji maszynowych i niższych inwestycji firm w budynki i budowlę (na to wskazuje struktura produkcji budowlanej w IV kwartale). Pozostałe komponenty PKB również odbiegają od naszych oczekiwań. Konsumpcja publiczna wzrosła w IV kwartale aż o 5,4% r/r i można upatrywać w tym efektów nowelizacji budżetu i przesuwania części wydatków na 2017 rok). Wkład eksportu netto okazał się być wbrew prognoziejem ujemny (-0,8 pkt. proc.) i wyraźnie odbiega od wskazań z danych o bilansie płatniczym. Wkład zmiany zapasów wyniósł -0,4 pkt. proc. i tym samym zmiana zapasów nie była aż tak dużym hamulcem dla wzrostu, jak się tego wcześniej spodziewaliśmy.

Ogólnie wnioski płynące z danych o PKB nie zmieniają się. Polska gospodarka wchodzi w nowy rok rozpędzona i z dwoma silnikami pracującymi już na pełnych obrotach. Nie zmieni się to również znacząco w 2018 r. i dynamika PKB przekroczy w tym roku 4,5%. Warto odnotować, że w IV kwartale 2017 r. wkład inwestycji do wzrostu był większy od wkładu konsumpcji po raz pierwszy od końcówki 2014 r. Przez RPP taka struktura wzrostu, jako ceteris paribus zmniejszająca presję inflacyjną, została już powitana z otwartymi ramionami. Co więcej, relatywnie wysoka dynamika produktywności pracy w II połowie roku (zostawiając na boku skalę niedoszacowania imigracji w statystykach rynku pracy) powinna dodatkowo wesprzeć przekonanie RPP o bezinflacyjnym charakterze polskiego wzrostu gospodarczego. Takie przekonanie może być sfalsyfikowane tylko przez istotny wzrost inflacji powyżej celu. W konsekwencji, stabilizacja stóp procentowych w tym roku jest scenariuszem niezagrażonym przez dane.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu o 8,6% r/r, nieco powyżej konsensusu rynkowego (8,2% r/r), ale poniżej naszej nazbyt optymistycznej prognozy (11,0% r/r). Przyspieszenie w stosunku do grudnia to oczywiście zasługa korzystnego układu kalendarza (+1 dzień roboczy r/r wobec -2 miesiąc wcześniej), ale szczegóły odczytu nie są już tak jednoznacznie optymistyczne. W ujęciu miesięcznym i po wyłączeniu czynników kalendarzowych i sezonowych produkcja obniżyła się o 0,8% m/m, co sygnalizuje spadek

momentum w przemyśle na przełomie roku - jest ono obecnie bliskie zeru, co jednocześnie wyjaśnia, dynamiki produkcji przemysłowej nie wróciły do wartości listopadowych pomimo identycznego efektu kalendarzowego. W styczniu produkcja budowlano-montażowa zaskoczyła nawet największych optymistów, rosnąc aż o 34,7% w ujęciu rocznym (nasza prognoza oraz konsensus rynkowy oscylowały wokół 21%). Po odsezonowaniu danych wskaźnik ten wzrósł aż o 8,8% w ujęciu miesięcznym, co oznacza więcej niż podwojenie dynamiki względem ostatnich miesięcy, a także powrót aktywności budowlanej do poziomów znanych z lat 2011-2012. W naszej opinii za dobry wynik stycznia odpowiadają nie tylko czynniki zewnętrzne (korzystny efekt kalendarzowy i przede wszystkim ciepły i suchy styczeń, który przyniósł najlepsze warunki pogodowe w XXI wieku), ale też trwające odbicie w inwestycjach. Spodziewamy się, że głównym napędem były inwestycje publiczne (głównie kolejowe i być może drogowe), w których przyspieszyło nadrobienie zaległości związane ze zmianą perspektywy finansowania z UE. Na szczegóły będziemy musieli poczekać parę miesięcy do publikacji szczegółowych danych kwartalnych.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła o 8,2% r/r w styczniu - bardzo blisko naszej prognozy na poziomie 8,5%. Co ciekawe jednak, w ujęciu realnym sprzedaż wyniosła aż 7,7%. Z jednej strony świadczy to o utrzymaniu wysokiego wolumenu konsumpcji towarów, z drugiej pokazuje silne spadki deflatora sprzedaży. Coraz silniej zaznacza się rozbieżność pomiędzy deflatorem sprzedaży a inflacją CPI - naszym zdaniem powinna ona z biegiem czasu narastać zważywszy na fakt, że wzrosty inflacji konsumenckiej będą w coraz większej mierze napędzane przez sektor usług. Wracając do sprzedaży, przyspieszenie wynika po części z różnicy w dniach roboczych, a po części stanowi odrobienie słabości z grudnia, zwłaszcza w kategorii „pozostałe”, gdzie dynamika roczna podskoczyła z prawie 2% w grudniu do prawie 13% w styczniu; to kategoria bardzo zmienna i jednocześnie bardzo wrażliwa na wahania w liczbie dni roboczych. Z tego względu silne przyspieszenie w tej kategorii należy potraktować jako czynnik jednorazowy, który dodał do sprzedaży około 1 pkt. proc. Wśród innych kategorii pewną niespodzianką jest słabnięcie dynamiki żywności. Dobra trwałe i półtrwałe utrzymują się w silnych trendach wzrostowych, choć można mówić o pewnym spowolnieniu w ujęciu rocznym. Reasumując, dane potwierdzają silną konsumpcję, ale stanowią też potwierdzenie tezy, że konsumpcja indywidualna będzie powoli opadać w kierunku bardziej zrównoważonych wzrostów (choć wciąż grubo powyżej 4%).

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło w styczniu roczne tempo wzrostu do 3,8%. Przyrost etatów w ujęciu miesięcznym wyniósł 121,8 tys., a więc mniej niż rok wcześniej (160 tys.). Spodziewaliśmy się wyższej dynamiki zatrudnienia. Skok zatrudnienia na przełomie roku generowany jest przez zmianę próby przedsiębiorstw „9+” i trudno go wiązać z fundamentalną zmianą funkcjonowania gospodarki. Jest to zmiana obrazu statystycznego pewnej próby firm. Efekty realne powodowane przez zmiany zatrudnienia w gospodarce były już dotychczas widoczne w innych, bardziej kompleksowych agregatach ekonomicznych (np. PKB) i skokowa zmiana dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw „9+” nic do tego obrazu nie wnosi. Siła konsumpcji, stopniowe wzrosty płac i spadki stopy bezrobocia sugerują bezspornie, że rynek pracy się zacieśnia a popyt na pracę jest silny. Potwierdzą to zmiany zatrudnienia od lutego - naszym zdaniem nadal będziemy

obserwować przyrosty. Płace na początku roku przyspieszyły do 7,3% r/r. Byliśmy większymi optymistami i obstawialiśmy nieco wyższą dynamikę. Ten odczyt jest mało wrażliwy na zmiany próby przedsiębiorstw i tym samym możemy śmiało powiedzieć, że trend na dynamice płac wystromił się i będzie to kontynuował – nie ma co do tego żadnych wątpliwości. Płace w ujęciu realnym także wyglądają coraz lepiej. Rynek pracy rozgrzewa się, a większa siła przetargowa pracowników implikuje, że silniejsze wzrosty cen w kolejnych miesiącach roku (od kwietnia) będą próbować kompensować wyższymi żądaniami płac nominalnych.

Inflacja

Inflacja CPI obniżyła się na początku roku do 1,9% - zgodnie z naszą prognozą. Jak zwykle na początku roku i przed zmianą koszyka inflacyjnego informacja o poszczególnych kategoriach inflacji jest dość uboga. Wiemy jednak, że silniej od naszych oczekiwań (ale w granicy dopuszczalnych wahań wyznaczonych przez odczyty z regionu) wzrosły ceny żywności: 1,1% m/m. Kategoria mieszkanie wzrosła nieznacznie o 0,3% (to dużo mniej niż w roku ubiegłym), zdrowie o 0,4% (tyle samo co w roku ubiegłym), cały

transport spadł o 0,7% (w ubiegłym roku o 0,4%), a ceny odzieży i obuwnia obniżyły się o 3,8% (mniej niż w 2017 roku) i to naszym zdaniem jest niespodzianka, gdyż trend zaskoczeń układał się w ubiegłych miesiącach odwrotnie i odwrotnie też zachowała się ta kategoria w regionie. Szacujemy, że inflacja bazowa mogła w styczniu nawet obniżyć się do 0,8% r/r – nasze wcześniejsze oczekiwania wskazywały na wzrost o 0,9% r/r. Oczywiście istotny będzie przede wszystkim odczyt w nowym koszyku inflacyjnym. Szacujemy, że zmiana wag nic jednak nie zmieni w poziomie inflacji. Luty powinien przynieść kolejny spadek inflacji, potęgowany przez umocnienie złotego do dolara oraz korektę cen ropy naftowej (przełożenie na stacje paliw będzie w tym momencie raczej mniejsze niż zwykle, gdyż firmy będą prawdopodobnie budowały marżę). Taki zestaw danych zostanie potraktowany przez RPP jako właśnie ten oczekiwany i potwierdzający jej stanowisko względem stóp procentowych. W tym samym kierunku działa obecnie także mocniejszy złoty.

mBank Research

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

Finanse

Alior Bank kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Alior Banku oraz cenę docelową na poziomie 109,00 PLN na akcję. 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 ze względu 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. Finalna decyzja dotycząca połączenia obu banków zostanie podjęta w 2Q'18 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 9,3x oraz P/B 1,1x 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	80,90 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	109,00 PLN	+34,7%

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

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	+1,8%	+6,7%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	+1,8%	+6,7%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M		26,7 mln PLN
MC (mln PLN)	10 457,0	Średni obrót 6M		20,8 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,5	-11,5%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	14,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 501	1 946	2 845	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	18,8	13,2	20,3	11,0	9,3
P/BV	1,7	1,7	1,5	1,3	1,1
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 kupuj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Podwyższamy naszą rekomendację trzymaj do kupuj dla BZ WBK oraz pozostawiamy bez zmian 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 430,00 PLN na akcję. Ostatnia przecena na walorach BZ WBK jest wynikiem sprzedaży pierwszej z przynajmniej dwóch transzy akcji przez Deutsche Bank, które otrzyma od BZ WBK w ramach transakcji sprzedaży DB Polska. Nasze prognozy uwzględniają fuzję BZ WBK oraz DB Polska, chociaż nie jest jeszcze ona odzwierciedlona w konsensusie, który ma szansę urosnąć o 7% w 2019 roku. Transakcja pozytywnie wpłynie na EPS spółki (4-5% w latach 2019-2021), zmniejszy efekt ustawy CHF oraz rozwdni udział kredytów hipotecznych CHF w portfelu, co zwiększy możliwości dywidendowe banku. Dodatkowo w 2018 roku BZ WBK może zaskoczyć pozytywnie rynek rozpoznaniem bad-will'u wynikającym z okazji ceny zakupu aktywów DB Polska. Ewentualna ustawa CHF spowodowałaby spadek zysku netto o maksymalnie 12% w pierwszym roku oraz skorygowałaby naszą wycenę o 20 PLN/akcję, co nadal pozostawia potencjał wzrostu. Finalnie uważamy, że bank będzie w stanie wypłacić 30% zysku netto w formie dywidendy, co przekłada się na wskaźnik DYield na poziomie 2%. Obecnie widzimy 20% potencjału wzrostu w walorach BZ WBK, chociaż jego realizacja może poczekać do zamknięcia nawisu podażowego przez Deutsche Bank.

Cena bieżąca

357,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

430,00 PLN

+20,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	430,00 PLN	2018-03-05	
poprzednia	trzymaj	430,00 PLN	2018-02-01	
Podstawowe dane			BZW PW	vs. WIG
Ticker	BZW PW	Zmiana 1M	-9,7%	-4,7%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	-9,7%	-4,7%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	24,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	35 506,1	Średni obrót 6M	18,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,1	-6,2%
Free float	30,0%	P/E 5Y avg	15,1	dyskonto

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	15,2	16,4	16,0	14,1	11,6
P/BV	1,8	1,8	1,6	1,3	1,2
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%	6,0%	1,5%	1,9%	3,5%
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)	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

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%

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	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	48 557
Zyski ekonomiczne	50%	46 435
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		47 496
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 trzymaj (podwyższona)

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

Podwyższamy naszą rekomendację sprzedaj do trzymaj dla Getin Noble Banku. Od naszego ostatniego raportu kurs akcji spadł o 19% obrazując obawy rynku o wyniki banku oraz ustawę CHF. 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. Nasze prognozy nie uwzględniają efektu ustawy CHF, która staje się coraz bardziej prawdopodobna.

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

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 rezydualna	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

Cena bieżąca	1,45 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	1,50 PLN	+3,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	1,50 PLN	2018-03-05	
poprzednia	sprzedaj	1,50 PLN	2018-02-01	
Podstawowe dane			GNB PW	vs. WIG
Ticker	GNB PW	Zmiana 1M	-10,5%	-5,5%
ISIN	PLGETBK00012	Zmiana YTD	-10,5%	-5,5%
Liczba akcji (mln)	901,7	Średni obrót 1M		2,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 307,5	Średni obrót 6M		3,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	15,5	+20,9%
Free float	49,8%	P/E 5Y avg	12,8	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	87,0	-	-	-	8,9
P/BV	0,2	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%

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%

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.

Cena bieżąca

81,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

94,00 PLN

+14,8%

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

Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	+0,0%	+5,0%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	+0,0%	+5,0%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	3,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 701,0	Średni obrót 6M	3,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	16,1	+1,5%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	977	1 004	1 082	1 184	1 384
WNDB	2 052	2 082	2 079	2 278	2 509
Koszty	-1 278	-1 202	-1 192	-1 266	-1 302
Saldo rezerw	17	-46	-103	-86	-94
Zysk netto	626	602	536	632	769
P/E	17,1	17,8	20,0	16,9	13,9
P/BV	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5
ROE	8,8%	8,8%	7,8%	9,1%	10,9%
DPS	7,43	4,68	4,60	4,10	4,84
DYield	9,1%	5,7%	5,6%	5,0%	5,9%
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)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	977	1 004	1 082	1 184	1 384
Wynik prowizyjny	631	561	581	606	630
Wynik handlowy	449	497	396	425	429
Pozostałe przychody netto	48	48	21	64	67
Wynik pozaodsetkowy	1 128	1 107	997	1 094	1 126
WNDB	2 104	2 111	2 079	2 278	2 509
Koszty operacyjne	1 331	1 231	1 192	1 266	1 302
Zysk operacyjny	774	879	888	1 012	1 208
Saldo rezerw	-17	46	103	86	94
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	791	834	785	926	1 114
Podatek	164	163	172	201	242
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	0	69	78	93	103
Zysk netto	626	602	536	632	769

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	16 942	17 170	17 854	20 444	22 727
Pozostałe aktywa	32 565	28 040	25 184	27 983	28 616
Aktywa razem	49 507	45 210	43 038	48 426	51 343
Depozyty	28 205	29 240	32 137	30 646	31 458
Pozostałe zobowiązania	14 451	9 179	3 962	10 809	12 684
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	6 851	6 790	6 939	6 971	7 201

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017	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%	0,6%	0,4%	0,4%
NPL Ratio	3,6%	3,6%	3,5%	3,1%	3,1%
Tier 1	17,1%	17,4%	17,9%	17,0%	16,7%

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 rezidualna	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	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	13 275
Zyski ekonomiczne	50%	12 181
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		97,41
Podatek bankowy		-9,05
Wartość godziwa na akcję		88,37
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		94,00

ING BSK akumuluj (podwyższona)

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

Podwyższamy naszą rekomendację trzymaj do akumuluj 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 1,6%, zaś w 2019 1,8%. Oczekujemy, że Zarząd będzie preferował przeznaczenie znaczącej części zysków zatrzymanych na dalszy dynamiczny rozwój organiczny oraz na ewentualne przejęcia. W przypadku braku dalszego wzrostu organicznego oczekujemy, że nadwyżka kapitałowa zostanie wypłacona akcjonariuszom. Finalnie, w przypadku uchwalenia ustawy CHF sentyment do ING BSK powinien być relatywnie lepszy niż do banków ze znaczącą ekspozycją.

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

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 rezydualna	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	

Cena bieżąca 198,00 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 212,00 PLN **+7,1%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	212,00 PLN	2018-03-05	
poprzednia	trzymaj	212,00 PLN	2018-02-01	
Podstawowe dane			ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	-3,7%	+1,3%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	-3,7%	+1,3%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	3,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	25 759,8	Średni obrót 6M	6,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	15,8	-0,5%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,9	dyskonto

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	22,9	20,6	18,4	16,4	14,4
P/BV	2,4	2,5	2,2	1,9	1,7
ROE	10,7%	11,8%	12,6%	12,6%	12,7%
DPS	4,00	4,30	0,00	3,24	3,63
DYield	2,0%	2,2%	0,0%	1,6%	1,8%
Zmiana prognoz					
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

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%

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		-41,83
Wartość godziwa na akcję		199,29
Koszt kapitału 9M		6,4%
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 bufory 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. Finalnie Bank Millennium jest jednym z najmniej wrażliwych banków na ruchy stóp procentowych, co było jego niewątpliwym atutem w momencie obniżek stóp.

Cena bieżąca

8,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,00 PLN

-15,2%

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

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-7,7%	-2,8%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	-7,7%	-2,8%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	12,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 008,2	Średni obrót 6M	10,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,8	-3,5%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	13,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 365	1 506	1 696	1 797	1 935
WNDB	2 239	2 628	2 650	2 774	2 943
Koszty	-1 309	-1 112	-1 156	-1 320	-1 365
Saldo rezerw	-241	-231	-255	-278	-298
Zysk netto	547	701	681	722	794
P/E	18,3	14,3	14,7	13,9	12,6
P/BV	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1
ROE	9,0%	10,5%	9,3%	8,8%	8,7%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%
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)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 365	1 506	1 696	1 797	1 935
Wynik prowizyjny	596	581	664	686	709
Wynik handlowy	220	491	220	216	220
Pozostałe przychody netto	58	51	70	76	78
Wynik pozaodsetkowy	874	1 122	953	978	1 007
WNDB	2 239	2 628	2 650	2 774	2 943
Koszty operacyjne	1 309	1 268	1 281	1 320	1 365
Zysk operacyjny	930	1 360	1 369	1 454	1 578
Saldo rezerw	241	231	255	278	298
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	688	1 127	1 114	1 176	1 280
Podatek	141	252	244	259	282
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	0	174	188	196	204
Zysk netto	547	701	681	722	794

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	46 369	47 020	47 411	50 411	53 225
Pozostałe aktywa	19 866	21 773	23 730	23 944	24 828
Aktywa razem	66 235	68 793	71 141	74 355	78 053
Depozyty	52 810	55 876	57 273	58 946	60 546
Pozostałe zobowiązania	6 982	5 976	6 096	6 709	7 997
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	6 443	6 941	7 773	8 700	9 509

Wskaźniki

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

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 rezidualna	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

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 na poziomie 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 8,0 PLN i 8,3 PLN w latach 2018-19. Prognozowana przez nas dywidenda przekłada się na wskaźnik DYield na poziomie 6,2% i 6,5% 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	128,30 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	157,00 PLN	+22,4%

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

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	-0,9%	+4,0%
ISIN	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	-0,9%	+4,0%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	68,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	33 674,9	Średni obrót 6M	83,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,3	-11,5%
Free float	49,9%	P/E 5Y avg	16,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 167	4 382	4 593	4 975	5 642
WNDB	6 994	7 302	7 278	7 568	8 397
Koszty	-3 758	-3 494	-3 535	-3 613	-3 703
Saldo rezerw	-518	-501	-521	-627	-708
Zysk netto	2 292	2 279	2 475	2 184	2 653
P/E	14,7	14,8	13,6	15,4	12,7
P/BV	1,4	1,5	1,4	1,4	1,4
ROE	9,7%	9,8%	10,7%	9,4%	11,1%
DPS	10,00	8,70	8,68	7,96	8,32
DYield	7,8%	6,8%	6,8%	6,2%	6,5%
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)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 167	4 382	4 593	4 975	5 642
Wynik prowizyjny	2 006	1 959	2 353	2 420	2 571
Wynik handlowy	677	939	255	95	100
Pozostałe przychody netto	145	21	77	78	84
Wynik pozaodsetkowy	2 827	2 920	2 685	2 593	2 755
WNDB	6 994	7 302	7 278	7 568	8 397
Koszty operacyjne	3 758	3 494	3 535	3 613	3 703
Zysk operacyjny	3 235	3 808	3 743	3 955	4 694
Saldo rezerw	518	501	521	627	708
Udział w jednostkach zał	113	39	453	77	78
Wynik brutto	2 831	3 346	3 675	3 405	4 064
Podatek	538	617	677	647	772
Zyski mniejszościowych	-1	0	-1	-1	-1
Podatek bankowy	0	450	522	573	638
Zysk netto	2 292	2 279	2 475	2 184	2 653

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	122 059	122 664	132 301	145 422	160 942
Pozostałe aktywa	46 726	51 551	53 165	46 840	48 960
Aktywa razem	168 786	174 215	185 466	192 262	209 902
Depozyty	128 868	137 816	146 186	152 611	168 508
Pozostałe zobowiązania	16 494	13 487	16 011	16 305	17 009
Udziały mniejszościowe	16	15	0	13	12
Kapitały własne	23 408	22 897	23 268	23 333	24 374

Wskaźniki

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

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po przecenie waleorów PKO BP podwyższamy naszą rekomendację sprzedaj do redukuje dla banku PKO BP, pozostawiając cenę docelową na niezmiennym poziomie 38,00 PLN na akcję. Pomimo ostatniej przeceny PKO BP jest notowane na wskaźnikach ostatnio widzianych 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 19% 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 waleorów.

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	

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

Cena bieżąca

42,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

38,00 PLN

-10,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	redukuje	38,00 PLN	2018-03-05
poprzednia	sprzedaj	38,00 PLN	2018-02-01
Podstawowe dane			
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	-4,8% +0,2%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-4,8% +0,2%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	82,9 mln PLN
MC (mln PLN)	52 750,0	Średni obrót 6M	79,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,7 +11,2%
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	20,2	18,4	16,7	15,9	13,3
P/BV	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2
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%	1,5%	1,6%
Zmiana prognoz				2017P	2018P
Wynik odsetkowy				0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny				0,0%	0,0%
Koszty razem				0,0%	0,0%
Saldo rezerw				0,0%	0,0%
Zysk netto				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%

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 2018-19 są niedoszacowane przez rynek. Pozytywnie oceniamy wyniki w 2017 roku z bardzo dobrym 4Q'17, który ukazał wzrost wyniku odsetkowego, marży odsetkowej oraz wyniku prowizyjnego. Wysoka rentowność Komercni Banka przekłada się na wskaźnik DYield na poziomie około 5% (przy wypłacie 55% zysku netto) w kolejnych dwóch latach. Wobec polskiego sektora bankowego Komercni Banka reprezentuje wyższy poziom ROE (13% wobec 8%), DYield (~5% 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 918,00 CZK **potencjał zmiany**
Cena docelowa 1 111,00 CZK **+21,0%**

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

Podstawowe dane		KOMB CP	vs. WIG
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	+0,3% +5,3%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+0,3% +5,3%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	187,6 mln CZK
MC (mld CZK)	173,4	Średni obrót 6M	117,1 mln CZK
		P/E 12M fwd	13,1 -5,9%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	13,9 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	21 357	21 069	20 808	24 595	27 952
WNDB	31 044	31 751	31 060	34 082	37 686
Koszty	-14 352	-14 026	-13 374	-14 692	-15 061
Saldo rezerw	-1 075	-1 817	391	-1 388	-1 534
Zysk netto	12 758	13 689	14 930	14 755	17 332
P/E	13,6	12,7	11,6	11,7	10,0
P/BV	1,7	1,7	1,8	1,5	1,4
ROE	12,2%	13,4%	15,0%	13,8%	14,2%
DPS	62,00	62,00	40,00	47,00	43,00
DYield	6,8%	6,8%	4,4%	5,1%	4,7%
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 CZK)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy netto	21 357	21 067	20 808	24 595	27 952
Wynik prowizyjny	6 968	6 683	6 465	6 649	6 807
Wynik handlowy	2 610	3 837	3 576	2 632	2 711
Pozostałe przychody	109	163	211	205	216
WNDB	31 044	31 750	31 060	34 082	37 686
Koszty operacyjne	-14 352	-14 026	-13 374	-14 692	-15 061
Wynik operacyjny	16 692	17 724	17 686	19 390	22 625
Saldo rezerw	-1 075	-1 818	391	-1 388	-1 534
Zysk operacyjny netto	15 617	15 906	18 077	18 002	21 091
Zysk jednostek zależnych	153	967	209	231	243
Wypłaty emerytalne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	15 770	16 873	18 286	18 233	21 333
Podatek dochodowy	-2 638	-2 799	-3 012	-3 100	-3 627
Zyski mniejszościowych	374	386	344	378	375
Zysk netto	12 758	13 688	14 930	14 755	17 332

Bilans

(mld CZK)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	533	580	598	722	807
Pozostałe aktywa	359	343	406	480	499
Aktywa razem	892	923	1 004	1 202	1 306
Depozyty	656	699	762	836	875
Pozostałe zobowiązania	129	118	142	245	300
Udziały mniejszościowe	4	4	4	4	4
Kapitały własne	102	102	97	117	127

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017	2018P	2019P
NIM	2,4%	2,4%	2,2%	2,2%	2,3%
C/I	46,2%	44,2%	43,1%	43,1%	40,0%
CoR	0,2%	0,3%	-0,1%	0,2%	0,2%
NPL Ratio	4,2%	3,8%	3,1%	4,1%	4,1%
Tier 1	16,3%	16,2%	18,0%	16,8%	17,1%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

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

Model zysków ekonomicznych

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

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

Podsumowanie wyceny

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

Erste Bank trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian rekomendację trzymaj dla Erste Banku. Nasza prognoza na 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 3%-4% wyższe niż obecny konsensus. Jednocześnie uważamy, że Erste Bank zasługuje na re-rating, tak jak inne banki z ekspozycją na rynki 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 9 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	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy netto	4 445	4 375	4 353	4 530	4 706
Wynik prowizyjny	1 862	1 783	1 852	1 902	1 953
Wynik handlowy	278	326	270	338	370
WNDB	6 584	6 484	6 475	6 770	7 030
Poz. wynik operacyjny	-111	79	-1	29	44
Podatek bankowy	-236	-389	-106	-106	-108
Koszty operacyjne	-3 869	-4 028	-4 158	-4 132	-4 192
Zysk operacyjny	2 368	2 146	2 210	2 560	2 774
Saldo rezerw	-729	-196	-132	-271	-342
Zysk operacyjny netto	1 639	1 950	2 078	2 289	2 432
Zyski nadzwyczajne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	1 639	1 950	2 078	2 289	2 432
Podatek dochodowy	-364	-414	-410	-497	-524
Zyski mniejszościowych	-307	-272	-352	-383	-392
Zysk netto	968	1 265	1 316	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

41,45 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

40,00 EUR

-3,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	40,00 EUR	2018-02-02

Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	+14,8%	+19,8%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+14,8%	+19,8%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	30,4 mln EUR	
MC (mln EUR)	17 815,2	Średni obrót 6M	22,6 mln EUR	
		P/E 12M fwd	12,8	+11,9%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	11,5	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 445	4 375	4 353	4 530	4 706
WNDB	6 584	6 484	6 475	6 770	7 030
Koszty	-3 869	-4 028	-4 158	-4 132	-4 192
Saldo rezerw	-729	-196	-132	-271	-342
Zysk netto	968	1 265	1 316	1 409	1 516
P/E	18,4	14,1	13,5	12,6	11,8
P/BV	1,6	1,4	1,3	1,1	1,0
ROE	9,3%	10,8%	10,0%	9,5%	9,0%
DPS	0,00	0,50	1,00	1,20	1,06
DYield	0,0%	1,2%	2,4%	2,9%	2,6%
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%	

Bilans

(mln EUR)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	131 906	135 267	139 532	150 194	157 525
Pozostałe aktywa	67 837	72 960	81 127	82 006	85 540
Aktywa razem	199 743	208 227	220 659	232 200	243 065
Depozyty	127 946	138 013	150 969	154 322	158 904
Pozostałe zobowiązania	56 990	53 612	51 402	57 106	61 122
Udziały mniejszościowe	3 802	4 142	4 416	4 921	5 313
Kapitały własne	11 005	12 460	13 872	15 852	17 726

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017	2018P	2019P
NIM	2,4%	2,2%	2,0%	2,1%	2,1%
C/I	60,4%	60,9%	64,2%	60,6%	59,0%
CoR	0,6%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
NPL Ratio	7,1%	4,9%	4,0%	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 (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj dla OTP Banku. Nasze prognozy są zbieżne z oczekiwaniami konsensusu na lata 2017-18, ale o 2% 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	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	553	522	547	605	629
Wynik prowizyjny	167	176	209	220	230
Pozostały	39	40	53	61	64
WNDB	759	738	809	885	922
Koszty działalności operacj	392	400	442	463	466
Wynik operacyjny	367	338	367	422	456
Saldo rezerw	221	93	46	75	79
Zysk brutto	146	245	321	347	378
Podatek dochodowy	26	44	37	69	76
Zysk netto dywizji	120	201	284	278	302
Odpis WNIP	7	12	-6	0	0
Podatek bankowy	-29	-14	-15	-15	-16
Inne	6	6	15	0	0
Zyski mniejszościowych	-40	-3	0	0	0
Zysk netto	64	202	281	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

11 090,00 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

12 090,00 HUF

+9,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	12 090,00 HUF	2018-02-02

Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	+3,5%	+8,4%
ISIN	HU00000061726	Zmiana YTD	+3,5%	+8,4%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	5,7 mld HUF	
MC (mld HUF)	2 961,4	Średni obrót 6M	4,8 mld HUF	
		P/E 12M fwd	11,5	+15,5%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	10,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	553	522	547	605	629
WNDB	759	738	809	885	922
Koszty	-392	-400	-442	-463	-466
Saldo rezerw	-221	-93	-46	-75	-79
Zysk netto	64	202	281	263	287
P/E	46,6	14,6	10,5	11,2	10,3
P/BV	2,4	2,1	1,8	1,7	1,5
ROE	5,1%	15,3%	18,4%	15,3%	15,1%
DPS	147,00	173,01	199,22	253,21	260,44
DYield	1,3%	1,6%	1,8%	2,3%	2,3%
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

(mld HUF)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	5 410	5 736	6 988	7 531	7 990
Pozostałe aktywa	5 309	5 571	6 203	6 286	6 408
Aktywa razem	10 719	11 308	13 190	13 817	14 398
Depozyty	7 985	8 541	10 219	10 439	11 002
Pozostałe zobowiązania	1 501	1 346	1 328	1 580	1 383
Udziały mniejszościowe	3	3	3	4	4
Kapitały własne	1 231	1 417	1 640	1 794	2 008

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017	2018P	2019P
NIM	5,1%	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%
C/I	51,7%	54,2%	54,6%	52,3%	50,5%
CoR	3,3%	1,4%	0,6%	0,9%	0,9%
NPL Ratio	17,4%	15,2%	9,2%	12,9%	13,7%
Tier 1	13,3%	13,5%	12,7%	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 kupuj (podwyższona)

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

Po ostatniej przecenie akcji podwyższamy naszą rekomendację akumuluj do kupuj dla PZU. Nasza prognoza wyników dla PZU znajduje się powyżej konsensusu na lata 2018-19. Uważamy, że odległe podwyżki stóp procentowych powinny pozytywnie działać na sentyment do ubezpieczyciela. Do głównych atutów PZU należy też zaliczyć bliską współpracę z Pekao, której efekty nie są jeszcze uchwycone w konsensusie, a powinny wspierać przypis składki zarówno po stronie majątku jak i życia. 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. W 2018 roku PZU będzie musiało 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.

Cena bieżąca

41,55 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

50,58 PLN

+21,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	50,58 PLN	2018-03-05	
poprzednia	akumuluj	50,58 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane				
			PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-1,4%	+3,5%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-1,4%	+3,5%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M		72,4 mln PLN
MC (mln PLN)	35 879,4	Średni obrót 6M		66,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,2	-12,1%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	12,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Skl. 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	15,3	18,4	13,4	10,7	10,5
P/BV	2,8	2,8	2,5	2,3	2,2
ROE	18,0%	15,0%	19,5%	22,3%	21,4%
DPS	3,00	2,08	1,40	2,48	3,11
DYield	7,2%	5,0%	3,4%	6,0%	7,5%
Zmiana prognoz					
		2017P	2018P	2019P	
Składka przypisana brutto		0,0%	0,0%	0,0%	
Odszkodowania		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik inwestycyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Składka przypisana brutto	18 359	20 219	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	

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

GetBack ogłosił plany podwyższenia kapitału. Plan zakłada dwa etapy. W pierwszym etapie spółka wyemituje do 20 mln nowych akcji, z których Zarząd chciałby pozyskać pomiędzy 250 mln PLN a 300 mln PLN. W drugim etapie spółka wyemituje do 50 mln akcji, z których będzie oczekiwać wpływów rzędu 700 mln PLN. Prezes podał, że w obu emisjach prawo pierwszeństwa będą mieli inwestorzy, którzy posiadają 0,5% udziału w spółce. Ponadto, znacząca część drugiej emisji skierowana będzie do dwóch inwestorów strategicznych (inwestycja na 10 lat), ale nie branżowych. Emisje akcji w połowie mają posłużyć do restrukturyzacji zadłużenia, a w połowie na dalsze nabycia portfeli. Dzięki restrukturyzacji zadłużenia spółka oczekuje spadku kosztów finansowania o 80-90 mln PLN. Po emisji kapitału GetBack chce utrzymywać wskaźnik długu netto/KW na poziomie 1,2-1,25x. Spółka nadal planuje przeznaczyć 80-90% nakładów na rynek Polski. Zarząd podał także, że zysk netto GetBack w kolejnych latach, jak i w 2017, powinien rosnąć w tempie +20-25%. Ponadto, wyniki za 2017 rok mają charakteryzować się niskimi rewaluacjami oraz wysoką jakością. Emisja akcji była negatywnym zaskoczeniem dla rynku co jest odzwierciedlone w kursie akcji. W chwili obecnej nie uwzględniamy emisji akcji ani jej skutków w naszych prognozach.

Cena bieżąca	12,96 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	33,38 PLN	+157,6%

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

Podstawowe dane			GBK PW	vs. WIG
Ticker	GBK PW	Zmiana 1M	-29,5%	-24,6%
ISIN	PLGTBCK00297	Zmiana YTD	-29,9%	-25,0%
Liczba akcji (mln)	100,0	Średni obrót 1M		4,5 mln PLN
MC (mln PLN)	1 296,0	Średni obrót 6M		3,6 mln PLN
EV (mln PLN)	1 396,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	-24,0%
Free float	39,9%	EV/EBITDA 5Y avg	7,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	220	416	771	1 170	1 511
z zakupu wierzyt.	122	334	647	1 019	1 316
z funduszy zew.	79	87	87	128	174
Koszty operacyjne	-94	-176	-363	-492	-641
Zysk netto	120	200	261	370	412
P/E	8,6	5,2	4,5	3,5	3,1
P/BV	5,6	2,7	1,3	0,9	0,7
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%

RZIS

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

Wycena DDM oraz EVA

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

Podsumowanie DCF

	(mln PLN)
Suma FCF	274
Wartość rezydualna (TV)	8 362
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
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

Podsumowanie wyceny

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

Wycena na akcję

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

Kruk kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po ogłoszeniu 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
Wartość 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%
Zdiskontowana 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

207,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

300,94 PLN

+45,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	300,94 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane	KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M -20,6% -15,6%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD -20,6% -15,6%
Liczba akcji (mln)	18,7	Średni obrót 1M 8,8 mln PLN
MC (mln PLN)	3 891,3	Średni obrót 6M 19,9 mln PLN
EV (mln PLN)	-	EV/EBITDA 12M fwd 8,6 -32,2%
Free float	87,0%	EV/EBITDA 5Y avg 12,6 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	611	783	1 030	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	17,4	15,4	12,9	11,0	9,4
P/BV	4,6	3,0	2,6	2,2	1,9
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%	1,0%	1,1%	1,9%	2,7%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
Nabyte pakiety wierzytelności		0,0%	0,0%	0,0%	
Usługi windykacyjne		0,0%	0,0%	0,0%	
Pozostałe produkty		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty ogólne		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Środki pieniężne	141	267	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 (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą pozytywną rekomendację kupuj na Prime Car Management (Grupa Masterlease). Na ostatnim spotkaniu z Zarządem po publikacji wyników spółka przyznała, 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 konkurencyjne 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 3 000 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%.

Cena bieżąca

26,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

35,30 PLN

+32,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	35,30 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			PCM PW	vs. WIG
Ticker	PCM PW	Zmiana 1M	-6,8%	-1,9%
ISIN	PLPRMCM00048	Zmiana YTD	-6,8%	-1,9%
Liczba akcji (mln)	11,9	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	316,8	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	328,7	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	8,2	8,7	8,3	7,3	7,0
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
ROE	7,9%	7,9%	8,5%	9,5%	9,8%
DPS	5,26	5,50	2,36	3,21	3,65
DYield	19,8%	20,7%	8,9%	12,1%	13,7%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody z leasingu operacyjnego			0,0%	0,0%	0,0%
Przychody odsetkowe			0,0%	0,0%	0,0%
Przychody ogółem			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	390	435	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

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%

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	

Podsumowanie wyceny

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

Skarbiec Holding kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Skarbiec Holding. 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-krotnie liczby kanałów dotarcia do klientów. Osiągnięcie celów może być wsparte przez akwizycję chociaż priorytetem pozostaje wzrost organiczny. Uważamy, że cel na wzrost aktywów pod zarządzaniem jest bardzo ambitny i do 2020 roku aktywa pod zarządzaniem Skarbiec Holding mogą wzrosnąć „jedynie” do 7 mld PLN zakładając brak kryzysu na rynku. 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 17-22% dyskontem do polskich funduszy inwestycyjnych, zaś z 46%-50% dyskontem do światowych funduszy inwestycyjnych. Uważamy, że obecna wycena stwarza okazję inwestycyjną.

Cena bieżąca

31,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

56,30 PLN

+78,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	56,30 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+13,7%	+18,7%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	+13,7%	+18,7%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M		0,4 mln PLN
MC (mln PLN)	214,9	Średni obrót 6M		0,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	10,8	+27,1%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	8,5	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	16,5	6,6	9,1	7,6	6,3
P/BV	2,4	2,1	2,3	2,2	2,2
ROE	13,9%	34,1%	24,2%	29,8%	35,0%
DPS	3,12	3,08	4,28	4,15	4,57
DYield	9,9%	9,8%	13,6%	13,2%	14,5%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Wynagrodzenie stałe			0,0%	0,0%	0,0%
Wynagrodzenie zmienne			0,0%	0,0%	0,0%
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynagrodzenie stałe	67,1	69,6	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	

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 1H'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 kupuj dla Grupy Ciech, a cenę docelową korygujemy o aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej do 85,87 (wcześniej 90,13 PLN/akcja).

Cena bieżąca	55,90 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	85,87 PLN	+53,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	85,87 PLN	2018-03-05	
poprzednia	kupuj	90,13 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane		CIE PW	vs. WIG	
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	-2,8%	+2,2%
ISIN	PLCIECH00018	Zmiana YTD	-2,8%	+2,2%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	2,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 945,9	Średni obrót 6M	4,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 964,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,7	-7,3%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,2	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	8,6	5,0	7,7	7,6	8,4
P/BV	2,2	1,7	1,4	1,2	1,2
EV/EBITDA	6,1	4,6	5,0	4,8	4,9
DPS	0,00	2,85	0,00	2,18	4,04
DYield	0,0%	5,1%	0,0%	3,9%	7,2%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Soda (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Soda Ciech (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Soda vol (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%

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	303	248	278	328	292	259	230	205	183	
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	7,7	7,8	6,9	6,1	6,1	4,8
Maksimum	6093,3	19,6	17,0	11,6	9,9	9,5
Mediana	14,7	13,8	12,4	8,0	7,3	6,8
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 772
Dług netto	1 116
Inne korekty	-4
Wycena DCF na akcję (PLN)	89,83

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	71,72
DCF	50%	89,83
Cena wynikowa		80,77
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		85,87

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 saletranych 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 trzymaj dla Grupy Azoty, a cenę docelową korygujemy o aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej do 67,13 (wcześniej 73,42 PLN/akcja).

Cena bieżąca

56,55 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

67,13 PLN

+18,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	67,13 PLN	2018-03-05	
poprzednia	trzymaj	73,42 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-18,8%	-13,8%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	-18,8%	-13,8%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	2,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 609,5	Średni obrót 6M	3,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 882,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,5	-20,5%
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	9,3	16,3	10,8	13,3	13,4
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	4,8	6,5	5,6	6,0	5,7
DPS	0,00	0,84	0,79	1,04	1,27
DYield	0,0%	1,5%	1,4%	1,8%	2,2%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Saletra (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA nawozy	998	600	601	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	426	471	429	368	334	319	299	
WACC	8,1%	7,9%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	10 495	11 052	11 676	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	10,4	9,4	7,7	7,5	6,3	5,6
Maksimum	25,2	40,0	23,7	17,0	11,6	9,9
Mediana	15,9	14,1	11,5	9,0	7,7	6,7
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 429
Dług netto	273
Inne korekty	-595
Wycena DCF na akcję (PLN)	62,62

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	63,67
DCF	50%	62,62
Cena wynikowa		63,15
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		67,13

Polwax kupuj (bez zmian)

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 odwrócić 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 w poprzednim raporcie przyjęliśmy już trochę bardziej konserwatywne szacunki rentowności (wolniejszy wzrost cen gaczy na rynku spotowym, wyższe koszty rynku pracy). 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.

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%

Cena bieżąca

10,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,80 PLN

+72,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	18,80 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			PWX PW	vs. WIG
Ticker	PWX PW	Zmiana 1M	-1,4%	+3,6%
ISIN	PLPOLWX00026	Zmiana YTD	-1,4%	+3,6%
Liczba akcji (mln)	10,3	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	112,3	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	133,7	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	+10,7%
Free float	84,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	280,7	294,6	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	4,6	5,4	6,5	5,7	5,1
P/BV	1,4	1,3	1,1	0,9	0,8
EV/EBITDA	4,1	4,4	5,0	6,4	6,9
DPS	1,21	1,06	0,00	0,00	0,00
DYield	11,1%	9,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Capex			0,0%	0,0%	0,0%
Parafiny EUR/t			0,0%	0,0%	0,0%
EUR/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

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

Paliwa

Lotos

redukuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Akcjonariusze Lotosu z entuzjazmem przyjęli informację o zamiarze przejęcie spółki przez PKN Orlen. Tymczasem wcale nie muszą być oni beneficjentami takiej operacji: 1) należy się liczyć z redukcją w wezwaniu, a ostatnie tego typu transakcje z udziałem spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa wskazują, że może mieć ona charakter etapowy np. z wykorzystaniem PFR, co jeszcze zwiększy realny wskaźnik redukcji mniejszościowych 2) brak pełnego połączenia prawie wyklucza uczestnictwo w synergiiach 3) przykład LWB/Enea nie napawa optymizmem jeśli chodzi o przyszłe dywidendy. W powyższym kontekście oczekujemy, iż notowania Lotosu wrócą „pod panowanie” branżowych parametrów makro, a te naszym zdaniem pozostaną pod presją. Utrzymujemy naszą tezę, iż to osłabienie marż rafineryjnych wynika z szeregu strukturalnych fundamentalnych zmian jakie zachodzą w sektorze (momentum nowych mocy i modernizacji, wzrost kosztów zużyć własnych i pogorszenie rentowności na niszowych produktach, wygasanie efektu popytowego, USD/PLN, rosnący eksport z Chin). Jeśli do tego dołożymy niższe wydobycie, wyższe koszty realizacji obowiązku NCW oraz opóźnienia na projekcie B8 i DCU (ich roczny potencjał EBITDA to około 500-600 mln PLN), to realizacja optymistycznych prognoz konsensusu może być zadaniem trudnym (nasze szacunki EBITDA 2018-19 12% poniżej średniej rynkowej). Ten rok może być gorszy także pod względem CF zarówno z uwagi na kapitał obrotowy, 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 obniżając cenę docelową do 51,08 PLN (wycena porównawcza).

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.	7,5	5,8	4,4	6,4	5,8
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	223	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

56,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

51,08 PLN

-9,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuj	51,08 PLN	2018-03-05	
poprzednia	redukuj	52,67 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	-2,4%	+2,5%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	-2,4%	+2,5%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	21,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 408,4	Średni obrót 6M	20,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 564,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	-14,7%
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	-	10,3	5,8	13,0	12,4
P/BV	1,3	1,2	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	14,2	5,2	4,3	6,2	5,6
DPS	0,00	0,00	1,00	1,73	1,73
DYield	0,0%	0,0%	1,8%	3,1%	3,1%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	1 488	2 654	2 289	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	2,8	4,8	3,7	2,3	2,2	2,1
Maksimum	21,2	20,3	18,0	11,1	10,6	10,8
Mediana	8,8	10,2	10,3	5,0	5,1	4,8
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%	48,96
DCF	50%	47,14
Cena wynikowa		48,05
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		51,08

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 (4,8x vs. 7,9x dla PKN i 6,4x dla LTS). Dodatkowo Spółka oferuje atrakcyjny FCF yield w perspektywie najbliższych kilku lat (efekt zrównoważonej strategii inwestycyjnej), który powinien się przekładać na transfery do akcjonariuszy (DYield 2,8%, 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	2017	2018P	2019P
EBITDA LIFO skor.	687	605	673	572	591
upstream	197	190	235	282	293
rafineria	239	178	198	112	119
detal	62	86	97	95	103
petchem	160	144	127	72	63
gaz	60	54	61	61	63
koszty ogólne	-31	-48	-45	-50	-51
EV/EBITDA LIFO skor.	4,3	5,0	4,3	4,8	4,7
Efekt LIFO	-77	25	7	13	16
Inne zd. jednorazowe	33	-7	-7	0	0
Saldo finansowe	-91	-35	13	-6	-7
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	6,1	4,5	5,2	3,0	3,2
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)	17	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	3 874	4 329	4 325	4 650	4 939	4 953	4 954	4 955	4 956	4 957	4 956
EBITDA	440	303	314	361	369	410	413	411	409	407	409
marża EBITDA	11,4%	7,0%	7,3%	7,8%	7,5%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,2%	8,3%
EBIT	280	137	134	170	164	194	192	184	175	165	204
Podatek	70	34	33	42	41	49	48	46	44	41	39
CAPEX	-185	-215	-380	-344	-209	-211	-205	-205	-205	-205	-205
Kapitał obrotowy	-65	-25	-23	-19	-16	0	0	0	1	1	1
FCF	120	29	-122	-44	104	150	161	161	162	162	166
PV FCF	120	27	-103	-34	74	98	96	88	81	75	
WACC	8,4%	8,7%	8,7%	8,9%	9,3%	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

2 718 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

3 027 HUF

+11,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	3 027 HUF	2018-03-05	
poprzednia	trzymaj	3 152 HUF	2018-02-02	
Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-9,6%	-4,6%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	-9,6%	-4,6%
Skor. I. akcji (mln)	743,3	Średni obrót 1M	2 572,4 mln HUF	
MC (mln HUF)	2 020 280,5	Średni obrót 6M	2 037,3 mln HUF	
EV (mln HUF)	2 770 275,5	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	-11,6%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Przychody	4 090,7	3 553,0	4 130,3	4 606,1	4 606,1
EBITDA	643,4	623,4	672,7	585,2	607,2
marża EBITDA	15,7%	17,5%	16,3%	12,7%	13,2%
EBIT	-217,2	307,9	354,4	284,8	288,7
Zysk netto	-261,0	263,5	307,0	200,0	200,5
P/E	-	7,7	6,6	10,1	10,1
P/BV	1,4	1,4	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	4,4	4,7	4,1	4,5	4,4
DPS	60,69	70,88	78,13	74,40	78,12
DYield	2,2%	2,6%	2,9%	2,7%	2,9%
Zmiana prognoz			2017	2018P	2019P
CCS EBITDA			+1,1%	+0,1%	-0,2%
Zysk netto			+0,8%	-0,2%	-1,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			-0,3%	-0,5%	-0,9%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(md HUF)	2015	2016	2017	2018P	2019P
CF operacyjny	587	519	560	527	522
CFO/EBITDA LIFO skor.	85%	86%	83%	92%	88%
Capex	370	289	286	310	478
Kapitał obrotowy	94	156	248	246	269
Kapitał własny	1 452	1 492	1 741	1 876	2 008
Dług netto	474	606	435	289	320
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	1,0	0,6	0,5	0,5

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 486
Dług netto i korekty	403
Segment wydobywczy	632
Wycena DCF na akcję (HUF)	2 435

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	3 219
DCF	50%	2 435
Cena wynikowa		2 827
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		3 027

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 w tym roku na wysokich cenach ropy (aktualne 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 (główne obciążenie na starym kontrakcie katarskim). Zwracamy uwagę, że 2018 to pierwszy rok pełnej liberalizacji rynku gazu dla odbiorców komercyjnych, co powinno zaowocować zaksięgowaniem 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 wcześniej w prognozach i traktujemy to jako normalizację rentowności w segmencie (ważne w kontekście planowanego wzrostu regulowanej bazy aktywów). Dodatkowymi pozytywnymi katalizatorami w tym roku mogą być akwizycje na szelfie norweskim po finalnej alokacji przepustowości na Baltic Pipe („konwersja” nadpłynności bilansu na dodatkową EBITDA) oraz oczekiwany wynik arbitrażu z Gazpromem (wyrok w sprawie Naftohazu zwiększa szanse na urynkowanie formuły cenowej). Podtrzymujemy rekomendację kupuj korygując nieznacznie cenę docelową z uwagi na wycenę porównawczą i zmiany w prognozach (podnosimy tegoroczne szacunki dla wydobycia i nieznacznie obniżamy dla obrotu).

Cena bieżąca

5,98 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,51 PLN

+25,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	7,51 PLN	2018-03-05	
poprzednia	kupuj	7,65 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	-4,9%	+0,0%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	-4,9%	+0,0%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	22,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	34 554,3	Średni obrót 6M	21,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	35 223,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-19,3%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	5,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	36 464,0	33 196,0	35 823,2	38 050,8	40 824,6
EBITDA	6 080,0	5 974,0	6 550,1	8 309,6	8 560,8
marża EBITDA	16,7%	18,0%	18,3%	21,8%	21,0%
EBIT	3 290,0	3 360,0	3 914,6	5 624,0	5 831,9
Zysk netto	2 134,0	2 351,0	2 923,5	4 134,5	4 311,9
P/E	16,5	14,7	11,8	8,4	8,0
P/BV	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,9	5,9	5,4	4,1	3,8
DPS	0,20	0,18	0,20	0,25	0,36
DYield	3,3%	3,1%	3,3%	4,2%	6,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			+0,2%	-0,4%	+0,3%
Zysk netto			+0,6%	-0,7%	+0,5%
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%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	7 064	6 862	7 364	8 310	8 561
EBITDA	6 080	5 974	6 550	8 310	8 561
wydobycie	2 426	2 206	3 860	4 607	4 643
obróć	623	614	-460	878	971
dystrybucja	2 339	2 559	2 490	2 279	2 317
energetyka	679	759	840	792	882
pozostałe	13	-164	-180	-247	-252
Saldo finansowe	-276	-150	3	-39	-55
Prod. ropy mln 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 mld 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	-2,6	2,8	3,2

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Brent (USD/Bbl)	54,2	65,0	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Gaz EU (EUR/MWh)	17,0	18,7	19,0	20,3	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8
USD/PLN	3,78	3,58	3,60	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Przychody	35 823	38 051	40 825	41 648	44 437	44 227	40 624	40 023	38 606	37 695	37 695
EBITDA	7 344	8 310	8 561	9 074	9 416	9 032	8 915	8 928	8 776	8 524	8 524
marża EBITDA	20,5%	21,8%	21,0%	21,8%	21,2%	20,4%	21,9%	22,3%	22,7%	22,6%	22,6%
EBIT	3 915	5 624	5 832	6 264	6 595	6 156	5 972	5 903	5 711	5 539	4 576
Podatek	995	1 459	1 476	1 920	2 041	1 902	1 825	1 781	1 682	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	-659	-266	-331	-98	-333	25	430	72	169	109	109
FCF	1 553	2 306	2 959	3 226	3 183	3 279	3 619	3 294	3 336	3 076	3 278
PV FCF	1 553	2 117	2 495	2 498	2 264	2 142	2 171	1 814	1 687	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	7 271	5 922	5 269	7 057	7 153
CFO/EBITDA	120%	99%	80%	85%	84%
Capex	3 154	2 968	4 137	4 279	3 795
Kapitał obrotowy	2 843	3 619	4 278	4 544	4 875
Kapitał własny	30 736	32 013	33 781	36 454	38 698
Dług netto	360	523	666	-542	-1 752
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	5,5	5,1	5,9	4,4	3,8	3,9
Maksimum	20,3	18,5	17,3	11,8	10,8	11,0
Mediana	13,2	12,2	11,8	6,1	6,0	5,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	43 755
Dług netto	1 679
Inne korekty	835
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,43

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	42%	7,28
DYield-porównawcza	8%	3,56
DCF	50%	7,43
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		7,51

PKN Orlen sprzedaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wiadomość o liście intencyjnym ws przejęcia Lotosu wywołała chwilową euforię na kursie Orlenu, ale naszym zdaniem kurz będzie powoli opadał i wpływ tej kwestii na notowania będzie coraz mniejszy. Taką tezę formułujemy z uwagi na następujące przesłanki: 1) łącznie NPV synergii szacujemy na 8% łącznej kapitalizacji obydwu koncernów, co praktycznie zostało zdyskontowane w dniu ogłoszenia; 2) synergie kosztowe bez pełnego połączenia będą trudne do realizacji szczególnie w kontekście zapowiedzi utrzymania odrębności Lotosu i zachowania miejsc pracy; 3) zapowiadane przez Prezesa synergii na kosztach zakupu ropy wydają się mocno wątpliwe; 4) cała transakcja będzie z uwagi na postępowanie antymonopolowe rozłożona w czasie, co utrudni Orlenowi rynkową komunikację ewentualnych korzyści z przejęcia; 5) wezwanie gotówkowe na Lotos w szczymie cyklu zwiększa zadłużenie Orlenu w najmniej odpowiednim momencie. Naszym zdaniem dość wątpliwa jest też hipoteza rynku o automatycznym wycofaniu się Orlenu z projektu atomowego po nabyciu Lotosu, gdyż pierwsze istotne nakłady na elektrownię to perspektywa roku 2025. Biorąc to pod uwagę w najbliższych miesiącach ważniejsze dla notowań koncernu będzie naszym zdaniem otoczenie makro, które od kilku miesięcy rozczarowuje negatywnie, co znajdzie odzwierciedlenie w pogorszeniu wyników 2018. Utrzymujemy nasz konserwatywny scenariusz makro, słabnące dynamiki popytu, nowe moce, kurs walutowy, aktywność eksportowa Chin i Rosji) w którym Orlen jest notowany na EV/EBITDA'18 na poziomie 7,9x. Utrzymujemy rekomendację sprzedaj obniżając nieznacznie cenę docelową z uwagi na spadek wyceny porównawczej i uwzględnienie wykupu mniejszości w Unipetrolu.

Cena bieżąca

95,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

80,55 PLN

-15,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	sprzedaj	80,55 PLN	2018-03-05	
poprzednia	sprzedaj	82,84 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	-10,2%	-5,2%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-10,2%	-5,2%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	103,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	40 717,9	Średni obrót 6M	85,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	44 492,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,7	-2,7%
Free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9	dyskonto

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	3 002,0	2 689,6
P/E	14,4	7,7	6,1	13,6	15,1
P/BV	1,8	1,5	1,3	1,2	1,2
EV/EBITDA	8,0	4,8	4,0	7,5	7,7
DPS	1,65	2,13	3,00	3,42	3,51
DYield	1,7%	2,2%	3,2%	3,6%	3,7%
Zmiana prognoz			2017	2018P	2019P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	+6,2%	+10,1%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017	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.	4,9	6,1	4,7	7,9	8,2
Efekt LIFO	-1 510	86	788	297	366
Inne zd. jednorazowe	-2 366	1 888	699	0	0
Saldo finansowe	-642	-645	60	-208	-339
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. petch. (tys. ton)	3 401	3 071	3 551	3 616	3 781

Model DCF

(mln PLN)	17	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	-9 263	-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	-6 266	410	1 244	2 618	3 300	3 394	3 456	3 491	3 544	3 306
PV FCF	3 369	-5 840	356	1 008	1 976	2 319	2 216	2 090	1 954	1 837	
WACC	8,1%	7,3%	7,2%	7,3%	7,3%	7,5%	7,6%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
CF operacyjny	5 354	9 331	8 050	3 036	4 424
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	33 735	34 923
Dług netto	6 810	3 363	761	8 660	10 026
Dług netto/EBITDA (x)	1,1	0,3	0,1	1,3	1,5

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	35 709
Dług netto	3 877
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	74,42

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	77,12
DCF	50%	74,42
Cena wynikowa		75,77
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		80,55

Energetyka

CEZ
trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs CEZ mimo słabego sentymentu do sektora utilities w Europie w ujęciu YTD zachowuje się wyraźnie lepiej od sektorowego indeksu MSCI EU Utilities (odchylenie sięga 8 punktów procentowych). W poprzednim miesiącu obniżyliśmy naszą rekomendację do trzymaj i utrzymujemy takie zalecenie, nieznacznie korygując cenę docelową do 506,4 CZK (-5%) z uwagi na wycenę porównawczą i korektę założeń CO₂ (mniejsze przełożenie kosztów emisji na ceny energii). Oczywiście bieżące notowania EEX nie znajdują odzwierciedlenia w wynikach najbliższych lat z uwagi na politykę zabezpieczeń, ale wydaje się że rynek przez ostatnie miesiące oswoił się już z wyższymi poziomami clean dark spreadu i bieżące odczyty mogą pogarszać nastroje. Tymczasem sentyment wokół Spółki jest bardzo dobry do tego stopnia, że dotychczasowe główne ryzyko (podział i kwestia finansowania nowych bloków jądrowych) zaczyna być traktowane jako jeden z głównych katalizatorów wzrostu. W oparciu o dość szczątkowe informacje na ten temat rynek oczekuje, że sygnalizowany spin-off wygeneruje dodatkową wartość dla akcjonariuszy mniejszościowych, co naszym zdaniem nie jest takie oczywiste. Przypominamy, że OZE i dystrybucja generują według naszych prognoz na najbliższe 3 lata około 44% strumienia EBITDA Grupy. Jeśli uznalibyśmy, że przy podziale dług zostałby rozdzielony proporcjonalnie do EBITDA to podmiot „OZE” musiałby być wyceniany na rynku przy wskaźniku aż 9,5x EV/EBITDA'17, aby akcjonariusze mniejszościowi nie stracili na takiej transakcji (mieliby 49% w nowym podmiocie). Brakuje w tych kalkulacjach miejsca na pozytywne zaskoczenia.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	65 065	58 596	52 627	56 868	56 851
EBITDA	65 265	58 206	54 786	56 868	56 851
wytwarzanie	31 354	25 403	21 759	23 614	23 869
wydobycie	4 321	4 413	4 510	4 605	4 690
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	3 860	2 812	2 873
Saldo finansowe	-2 066	-6 786	-1 167	-4 926	-5 290
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)	32,4	36,1	36,9	35,8	36,4	36,8	37,2	37,7	38,2	38,7	38,7
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)	5,9	10,0	10,5	11,1	11,6	12,2	12,9	13,6	14,3	15,0	15,0
Przychody	203 860	205 976	210 274	221 604	222 383	225 127	227 435	229 770	232 187	234 688	234 688
EBITDA	58 375	60 547	60 621	62 515	61 917	61 477	61 956	62 478	62 979	63 307	63 307
marża EBITDA	28,6%	29,4%	28,8%	28,2%	27,8%	27,3%	27,2%	27,2%	27,1%	27,0%	27,0%
EBIT	24 409	26 318	26 196	27 441	27 412	26 462	26 363	26 804	27 030	27 050	30 106
Podatek	5 126	5 527	5 501	5 763	5 756	5 555	5 533	5 625	5 671	5 674	5 533
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	-422	-858	-2 260	-155	-547	-461	-466	-482	-499	-482
FCF	17 897	19 635	19 600	20 029	22 706	22 103	22 761	23 303	23 906	24 426	24 090
PV FCF	17 897	18 562	17 516	16 919	18 127	16 674	16 220	15 682	15 185	14 640	
WACC	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	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

495,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

506,40 CZK

+2,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	506,40 CZK	2018-03-05	
poprzednia	trzymaj	532,50 CZK	2018-02-02	
Podstawowe dane		CEZ CP	vs. WIG	
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	-0,3%	+4,7%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	-0,3%	+4,7%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	205,6 mln CZK	
MC (mld CZK)	266,3	Średni obrót 6M	183,3 mln CZK	
EV (mld CZK)	415,2	EV/EBITDA 12M fwd	7,6	+12,4%
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	203 859,9	205 976,3	210 274,4
EBITDA	65 265,0	58 206,0	54 786,4	56 868,2	56 850,9
marża EBITDA	31,1%	28,6%	26,9%	27,6%	27,0%
EBIT	28 961,0	26 114,0	24 409,5	26 317,8	26 195,9
Zysk netto	20 739,0	14 281,0	19 160,2	16 014,1	15 650,2
P/E	12,8	18,6	13,9	16,6	17,0
P/BV	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	6,2	7,1	7,6	7,3	7,3
DPS	39,61	39,64	33,00	32,05	26,79
DYield	8,0%	8,0%	6,7%	6,5%	5,4%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	-0,5%	-2,5%
Zysk netto			0,0%	-1,2%	-6,5%
Energia (EUR/MWh)			0,0%	-3,3%	-1,9%
EUR/CZK			0,0%	0,0%	0,0%
CO ₂ (EUR/t)			0,0%	+25,0%	+16,9%

Bilans i CF

(mln CZK)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	72 579	48 953	53 779	53 759	53 527
CFO/EBITDA	111%	84%	98%	95%	94%
Capex	31 909	35 553	35 513	34 963	34 663
Kapitał obrotowy	30 852	40 832	40 672	41 094	41 951
Kapitał własny	267 893	256 812	258 219	256 988	258 226
Dług netto	131 899	140 886	144 327	146 714	146 571
Dług netto/EBITDA (x)	2,0	2,4	2,6	2,6	2,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	4,5	5,0	5,9	4,4	4,3	4,3
Maksimum	18,6	16,5	16,0	9,2	8,9	8,9
Mediana	13,7	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	468 873
Dług netto	160 425
Inne korekty	-50 092
Wycena DCF na akcję (CZK)	480,22

Wycena

(CZK)	waga	cena
Porównawcza	33%	292,26
DYield-porównawcza	17%	852,80
DCF	50%	480,22
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		506,40

Enea kupuj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W ostatnich miesiącach kurs Enei, podobnie jak cały polski sektor, podąża w kierunku historycznych minimów. Oczywiście można to wiązać z globalnym trendem odwrótu od branży utilities, ale przecież polskie spółki energetyczne już dawno utraciły status defensywnych podmiotów dywidendowych. Wydaje się, że rynek kolejny raz dyskontuje ryzyko budowy Ostrołęki po zawyżonych cenach bez odpowiedniego wsparcia (brak miejsca w rynku mocy), udziału w projekcie jądrowym i pogorszenia rentowności wytwarzania przez wzrost CO₂. Naszym zdaniem nadal istnieje prawdopodobieństwo zamrożenia projektu Ostrołęki C (trudność w zabezpieczeniu finansowania dla SPV bez kontraktu mocowego na dobrym poziomie i brak racjonalnego uzasadnienia systemowego dla takiego bloku). Zwracamy również 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 dobrym położeniu na tle sektora. Dodatkowo wydaje się, że rynek nadinterpretuje przedłużenia remontów bloków 500 MW (nie jest to wymuszone uruchomieniem bloku 1000 MW i brakiem gwarancji wyprowadzenia mocy, ale wymogami regulacyjnymi i koniecznością budowy instalacji odazotowania) i nie doszacowuje pozytywnego wpływu bloku 11. Liczymy również na kontynuację pozytywnych tendencji na TGE i dalszy wzrostu cen w kontraktach na rok 2019. 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. Po ostatnich spadkach podnosimy rekomendację do kupuj przy nieznacznej korekcie wyceny.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	1 972	2 520	2 664	2 786	2 890
EBITDA	2 130	2 328	2 684	2 786	2 890
wytwarzanie	895	517	735	865	871
wydobycie	114	609	709	704	748
distribucja	1 139	1 111	1 073	1 093	1 146
obrót	126	154	178	192	195
pozostałe	-187	-67	-11	-68	-70
Saldo finansowe	-247	-51	-54	-236	-285
Produkcja energii TWh	13,1	13,6	20,9	24,8	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	11,0	11,0
WRA w mld PLN	6,9	7,3	7,5	7,8	8,1
zwrot na WRA (EBIT)	10,2%	8,7%	8,1%	8,0%	8,2%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Energia (PLN/MWh)	159,7	166,0	170,9	165,3	150,1	153,0	156,0	158,2	160,4	162,7	162,7
Węgiel (PLN/t)	205,1	224,4	220,9	205,1	205,1	205,1	205,1	205,1	205,1	205,1	205,1
CO ₂ (EUR/t)	5,9	10,0	10,5	11,1	11,6	12,2	12,9	13,6	14,3	15,0	15,0
Przychody	11 406	12 226	12 523	12 329	11 892	12 131	12 453	12 730	12 960	13 162	13 162
EBITDA	2 684	2 786	2 890	2 682	2 981	3 045	3 191	3 331	3 374	3 396	3 396
marża EBITDA	23,5%	22,8%	23,1%	21,8%	25,1%	25,1%	25,6%	26,2%	26,0%	25,8%	25,8%
EBIT	1 488	1 413	1 487	1 263	1 535	1 567	1 643	1 708	1 709	1 752	1 291
Podatek	283	268	283	240	292	298	312	324	325	333	245
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	105	-74	-152	-42	46	-25	-34	-29	-24	-21	-24
FCF	-1 382	108	84	-409	-114	68	648	907	919	896	1 021
PV FCF	-1 382	101	74	-338	-89	50	449	592	564	517	
WACC	6,6%	6,6%	6,6%	6,3%	6,2%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	7,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

10,36 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,11 PLN

+16,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	12,11 PLN	2018-03-05	
poprzednia	akumuluj	12,98 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane		ENA PW	vs. WIG	
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	-9,9%	-4,9%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-9,9%	-4,9%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	6,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 573,3	Średni obrót 6M	7,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 416,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	-24,1%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	9 848,4	11 255,7	11 406,0	12 225,5	12 522,8
EBITDA	2 129,9	2 327,8	2 683,9	2 785,9	2 889,7
marża EBITDA	21,6%	20,7%	23,5%	22,8%	23,1%
EBIT	-162,1	1 119,3	1 488,0	1 412,7	1 487,0
Zysk netto	-434,9	784,4	1 070,0	829,6	835,0
P/E	-	5,8	4,3	5,5	5,5
P/BV	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,4	4,2	4,3	4,2	4,2
DPS	0,47	0,00	0,25	0,36	0,28
DYield	4,6%	0,0%	2,4%	3,5%	2,7%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		0,0%	-4,7%	+1,3%	
Zysk netto		0,0%	-11,2%	+1,8%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	+0,0%	+5,3%	
Węgiel (PLN/t)		0,0%	-0,0%	+2,3%	
CO ₂ (EUR/t)		0,0%	+25,0%	+16,9%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	2 206	2 424	2 511	2 470	2 491
CFO/EBITDA	104%	104%	94%	89%	86%
Capex	2 847	2 688	2 514	2 336	2 371
Kapitał obrotowy	1 159	1 132	1 027	1 100	1 252
Kapitał własny	11 338	12 176	13 136	13 804	14 515
Dług netto	3 932	4 379	5 922	6 184	6 475
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	1,9	2,2	2,2	2,2

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	11 457
Dług netto	4 490
Inne korekty	-1 983
Wycena DCF na akcję (PLN)	11,29

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	22,50
DYield-porównawcza	0%	6,04
DCF	100%	11,29
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		12,11

Energa kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W ostatnich dniach Energa „nadrobiła” dystans do pozostałych polskich spółek energetycznych i w ujęciu YTD spadła już 20%. Jest to dość zaskakujące biorąc pod uwagę ograniczoną wrażliwość na rynkowy CDS (większość produkcji z El. Ostrołęka jest wymuszana przez PSE i wynagradzana według niezależnego mechanizmu usług systemowych) i brak negatywnej ekspozycji na drożące CO₂ przy jednoczesnej pozytywnej korelacji z rosnącymi cenami zielonych certyfikatów (1,3 TWh produkcji z OZE). Wydaje się, że rynek kolejny raz dyskontuje straty na Ostrołęce C, choć w naszej opinii nadal istnieje prawdopodobieństwo zamrożenia tego projektu (trudność w zabezpieczeniu finansowania dla SPV bez kontraktu mocowego na dobrym poziomie i brak racjonalnego uzasadnienia systemowego dla takiego bloku). 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. Inwestorzy zaczęli chyba także obawiać się o dołączenie Energi do projektu jądrowego w kontekście dość wątpliwej, naszym zdaniem hipotezy o wycofaniu się Orlenu. Jedynym racjonalnym w naszej opinii ryzykiem, które pojawiło się na horyzoncie to możliwość ostrożniejszego podejścia do rozwiązywania kontraktów na odbiór zielonych certyfikatów w związku z odejściem dotychczasowego prezesa. Dodatkowe rezerwy na część roszczeń mogłyby ograniczyć oczekiwany wzrost EBITDA w obrocie. Na razie nie uwzględniamy takiego scenariusza. Utrzymujemy rekomendację kupuj i zwracamy uwagę na niski wskaźnik EV/EBITDA'18-19 na poziomie 3,8x mimo tego, że w najbliższych latach 90% strumienia EBITDA będzie generowane przez bezpieczne segmenty „utilities”.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	2 090	2 040	2 099	2 236	2 302
EBITDA	2 213	2 027	2 168	2 236	2 302
wytwarzanie konw./CHP	164	195	242	181	176
OZE	228	119	164	162	175
distribucja	1 688	1 720	1 723	1 677	1 732
obrót	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%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Energia (PLN/MWh)	159,7	166,0	170,9	165,3	150,1	153,0	156,0	158,2	160,4	162,7	162,7
Węgiel (PLN/t)	205,1	224,4	220,9	205,1	205,1	205,1	205,1	205,1	205,1	205,1	205,1
CO ₂ (EUR/t)	5,9	10,0	10,5	11,1	11,6	12,2	12,9	13,6	14,3	15,0	15,0
Przychody	10 575	10 796	11 107	11 169	10 989	11 255	11 525	11 630	11 741	11 857	11 857
EBITDA	2 168	2 236	2 302	2 276	2 302	2 339	2 493	2 606	2 611	2 618	2 598
marża EBITDA	20,5%	20,7%	20,7%	20,4%	20,9%	20,8%	21,6%	22,4%	22,2%	22,1%	21,9%
EBIT	1 240	1 250	1 291	1 236	1 227	1 225	1 300	1 391	1 411	1 431	1 143
Podatek	253	237	245	235	233	233	247	264	268	272	217
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	-32	-45	-9	26	-39	-40	-15	-16	-17	-15
FCF	394	405	176	-157	-152	4	582	876	872	866	910
PV FCF	394	377	152	-127	-114	3	380	533	492	454	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%

Cena bieżąca

10,11 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,71 PLN

+45,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	14,71 PLN	2018-03-05
poprzednia	kupuj	15,20 PLN	2018-02-02
Podstawowe dane		ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	-20,6% -15,6%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	-20,6% -15,6%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	12,9 mln PLN
MC (mln PLN)	4 186,2	Średni obrót 6M	12,1 mln PLN
EV (mln PLN)	8 733,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,1 -19,0%
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	10 795,8	11 106,6
EBITDA	2 213,0	2 027,0	2 168,0	2 236,3	2 302,3
marża EBITDA	20,5%	19,9%	20,5%	20,7%	20,7%
EBIT	1 280,0	487,0	1 240,1	1 249,5	1 291,2
Zysk netto	832,0	151,0	829,1	819,1	821,8
P/E	5,0	27,7	5,0	5,1	5,1
P/BV	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,7	4,4	4,0	3,9	3,8
DPS	1,44	0,49	0,19	0,30	0,30
DYield	14,2%	4,8%	1,9%	3,0%	3,0%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		+0,0%	+0,0%	+0,7%	
Zysk netto		+0,0%	+0,1%	+1,5%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	+0,0%	+5,3%	
Węgiel (PLN/t)		0,0%	-0,0%	+2,3%	
CO ₂ (EUR/t)		0,0%	+25,0%	+16,9%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	1 604	1 782	2 028	2 010	2 063
CFO/EBITDA	72%	88%	94%	90%	90%
Capex	1 602	1 580	1 581	1 561	1 836
Kapitał obrotowy	1 398	1 608	1 548	1 580	1 626
Kapitał własny	8 770	8 777	9 527	10 221	10 919
Dług netto	3 879	4 664	4 497	4 410	4 580
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	3,6	4,0	4,7	4,1	3,9	4,0
Maksimum	20,1	17,1	17,4	8,5	8,5	8,7
Mediana	13,0	12,6	11,5	6,7	6,5	6,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	10 584
Dług netto	4 666
Inne korekty	-210
Wycena DCF na akcję (PLN)	13,79

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	23,72
DYield-porównawcza	0%	4,93
DCF	100%	13,79
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		14,71

PGE kupuj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wydaje się, że PGE ze względu na udział w indeksach branżowych w największym stopniu była narażona na globalny odpływ kapitału z branży utilities, ale skala przeceny znacząco przewyższyła spadki obserwowane na MSCI Utilities EU. Nie bez znaczenia były na pewno spekulacje o możliwym wycofaniu się Orlenu z projektu atomowego po ogłoszeniu przejścia Lotosu, choć w naszej opinii taka hipoteza jest mocno wątpliwa w kontekście harmonogramu wydatków na elektrownię nuklearną. Reakcja jest tym bardziej zaskakująca, że w momencie ogłoszenia przez Orlen chęci udziału w projekcie akcje PGE również spadały, mimo perspektywy rozwodnienia w spółce celowej. Ostrożnie podchodzimy również do budującego się czarnego scenariusza dla cen CO₂ i rentowności wytwarzania również po uruchomieniu rynku mocy. Aktualne notowania kontraktów na TGE wskazują, że póki co terminowa marża dla elektrowni węglowej zintegrowanej pionowo na rok 2019 jest zbliżona do tej zabezpieczonej na rok 2018, co wskazuje na potencjał do pozytywnego zaskoczenia wobec dość pesymistycznych założeń konsensusu (my zakładamy spadek CDS dla węgla kamiennego w przyszłym roku o 10 PLN/MWh i 14 PLN/MWh dla węgla brunatnego). Przypominamy również, że powoli kończy się cykl inwestycyjny w sektorze i PGE również zacznie generować dodatni FCF, co będzie podnosić komponent equity w ramach EV, szczególnie że spółka zaskakuje in plus poziomem długu netto (na koniec grudnia tylko 7,6 mld PLN). Obecnie koncern jest notowany na poziomie 3,9x EV/EBITDA'18 i dlatego po ostatnich spadkach podnosimy naszą rekomendację do kupuj z nieznacznie obniżoną ceną docelową.

Cena bieżąca

10,28 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,61 PLN

+22,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	12,61 PLN	2018-03-05	
poprzednia	akumuluj	13,30 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-14,7%	-9,7%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-14,7%	-9,7%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	29,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	19 221,4	Średni obrót 6M	25,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	27 710,3	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-14,5%
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	23 559,8	25 277,7	26 681,8
EBITDA	8 228,0	7 376,0	7 600,9	7 396,3	7 130,3
marża EBITDA	28,8%	26,3%	32,3%	29,3%	26,7%
EBIT	-3 589,0	3 512,0	3 527,8	4 065,4	3 546,0
Zysk netto	-3 032,0	2 568,0	2 641,2	2 930,5	2 435,9
P/E	-	7,5	7,3	6,6	7,9
P/BV	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	2,6	3,3	3,6	3,9	4,1
DPS	0,78	0,25	0,00	0,00	0,00
DYield	7,6%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-1,5%	-2,2%	-2,2%
Zysk netto			-10,1%	-3,5%	-1,8%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	+0,0%	+5,3%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	-0,0%	+2,3%
CO2 (EUR/t)			0,0%	+25,0%	+16,9%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	7 466	6 124	6 493	7 396	7 130
EBITDA	8 228	7 376	7 601	7 396	7 130
wytwarzanie	4 698	4 182	4 050	3 879	3 558
OZE	391	365	364	400	421
distribucja	2 461	2 230	2 333	2 386	2 418
obróć	610	500	811	659	661
pozostałe	68	99	43	72	72
Saldo finansowe	-167	-238	-221	-386	-479
Produkcja energii TWh	55,6	53,7	69,2	67,6	74,7
w tym OZE	2,2	2,4	2,5	2,5	2,5
Wolumen obrotu TWh	39,0	42,9	40,3	40,9	41,6
dynamika r/r	-1,6%	10,0%	-6,0%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	15,6	11,7	20,1	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%	7,5%	7,9%	8,0%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Energia (PLN/MWh)	159,7	166,0	170,9	165,3	150,1	153,0	156,0	158,2	160,4	162,7	162,7
Węgiel (PLN/t)	205,1	224,4	220,9	205,1	205,1	205,1	205,1	205,1	205,1	205,1	205,1
CO2 (EUR/t)	5,9	10,0	10,5	11,1	11,6	12,2	12,9	13,6	14,3	15,0	15,0
Przychody	23 560	25 278	26 682	27 012	25 199	25 858	26 546	27 125	27 734	28 328	28 328
EBITDA	7 601	7 396	7 130	7 074	7 264	7 309	7 332	7 319	7 310	7 251	7 251
marża EBITDA	32,3%	29,3%	26,7%	26,2%	28,8%	28,3%	27,6%	27,0%	26,4%	25,6%	25,6%
EBIT	3 528	4 065	3 546	3 176	3 217	3 123	3 002	2 822	2 627	2 658	3 210
Podatek	670	772	674	603	611	593	570	536	499	505	610
CAPEX	-6 616	-7 446	-5 844	-4 251	-4 091	-4 039	-3 938	-3 989	-4 041	-4 094	-4 041
Kapitał obrotowy	1 087	-163	-133	-31	172	-63	-65	-55	-58	-56	-58
FCF	-2 486	-986	480	2 188	2 734	2 614	2 759	2 738	2 712	2 596	2 543
PV FCF	-2 486	-913	411	1 732	1 996	1 760	1 712	1 567	1 431	1 263	
WACC	8,1%	8,0%	8,1%	8,2%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	6 777	6 391	8 019	6 534	6 414
CFO/EBITDA	82%	87%	105%	88%	90%
Capex	8 606	7 935	6 616	7 446	5 844
Kapitał obrotowy	3 388	3 325	2 238	2 401	2 535
Kapitał własny	40 321	42 679	45 320	48 251	50 687
Dług netto	2 304	4 909	7 614	8 912	8 821
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,7	1,0	1,2	1,2

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	29 330
Dług netto	4 909
Inne korekty	-2 314
Wycena DCF na akcję (PLN)	11,82

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	16,36
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	11,82
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		12,61

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 (4,5x), a na horyzoncie brakuje pozytywnych katalizatorów i dlatego utrzymujemy neutralną rekomendację przy obniżonej cenie docelowej (efekt podwyższonych prognoz CO₂). 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

2,69 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,98 PLN

+10,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	2,98 PLN	2018-03-05	
poprzednia	trzymaj	3,38 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	-11,8%	-6,8%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-11,8%	-6,8%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	9,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 714,4	Średni obrót 6M	9,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 920,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	-4,6%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	18 264,4	17 646,5	17 416,4	17 972,4	18 492,5
EBITDA	3 523,2	3 336,8	3 544,9	3 377,6	3 413,5
marża EBITDA	19,3%	18,9%	20,4%	18,8%	18,5%
EBIT	-1 901,2	801,5	1 805,4	1 681,5	1 584,4
Zysk netto	-1 807,4	367,5	1 388,9	1 116,8	944,0
P/E	-	12,8	3,4	4,2	5,0
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,6	4,0	3,9	4,6	5,0
DPS	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	5,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			-2,1%	-3,1%	-0,5%
Zysk netto			-5,0%	-6,5%	-1,2%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	-0,2%	+0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	-0,0%	+2,3%
CO2 (EUR/t)			0,0%	+25,0%	+16,9%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA skor.	3 533	3 374	3 508	3 378	3 414
EBITDA	3 523	3 337	3 545	3 378	3 414
wytwarzanie	755	545	464	207	150
wydobycie	9	-82	-83	131	114
dystribucja	2 372	2 395	2 283	2 448	2 549
obróć	380	490	841	567	575
pozostałe	7	-9	40	25	25
Saldo finansowe	-287	-293	-59	-286	-404
Produkcja energii TWh	18,6	16,8	18,4	15,9	16,2
w tym OZE	1,5	1,3	1,3	1,3	1,3
Wolumen obrotu TWh	35,9	32,0	34,9	35,4	36,0
dynamika r/r	-1,3%	-10,9%	8,9%	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%	7,6%	8,5%	8,6%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Energia (PLN/MWh)	159,7	166,0	170,9	165,3	150,1	153,0	156,0	158,2	160,4	162,7	162,7
Węgiel (PLN/t)	205,1	224,4	220,9	205,1	205,1	205,1	205,1	205,1	205,1	205,1	205,1
CO2 (EUR/t)	5,9	10,0	10,5	11,1	11,6	12,2	12,9	13,6	14,3	15,0	15,0
Przychody	17 416	17 972	18 492	18 709	18 362	18 737	19 122	19 477	19 844	20 160	20 160
EBITDA	3 545	3 378	3 414	3 601	3 883	3 971	4 059	4 130	4 204	4 190	4 190
marża EBITDA	20,4%	18,8%	18,5%	19,2%	21,1%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	20,8%	20,8%
EBIT	1 805	1 682	1 584	1 809	2 009	2 040	2 077	2 094	2 107	2 136	1 498
Podatek	343	319	301	344	382	388	395	398	400	406	285
CAPEX	-3 666	-4 423	-4 031	-2 669	-2 729	-2 700	-2 660	-2 668	-2 692	-2 691	-2 692
Kapitał obrotowy	16	-16	-15	-6	10	-11	-11	-10	-10	-9	-10
FCF	-448	-1 381	-933	582	783	873	993	1 055	1 101	1 084	1 203
PV FCF	-441	-1 284	-821	484	612	641	684	679	661	606	
WACC	6,3%	5,9%	5,7%	5,9%	6,2%	6,4%	6,7%	7,0%	7,2%	7,4%	7,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	3 387	3 064	3 205	3 082	3 163
CFO/EBITDA	96%	92%	90%	91%	93%
Capex	3 974	3 647	3 666	4 423	4 031
Kapitał obrotowy	706	517	500	516	531
Kapitał własny	16 018	16 649	17 978	19 035	19 919
Dług netto	7 774	8 595	9 177	10 864	12 197
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	2,6	2,6	3,2	3,6

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	14 298
Dług netto	8 595
Inne korekty	-807
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,79

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	6,57
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	2,79
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		2,98

Telekomunikacja, media, IT

Netia redukuje (bez zmian)

Paweł Szpigel +48 22 438 24 06 pawel.szpigel@mbank.pl

Cyfrowy Polsat na początku grudnia'17 przejął 32% udziałów w Netii i ogłosił chęć wezwania do progu 66%. Do przejęcia 34% udziałów wymagana jest zgoda UOKiK, która jest prawdopodobna (połączenie telekomu mobilnego i stacjonarnego, naszym zdaniem jedynie koncentracja na rynku płatnej TV budzi ryzyko), ale nie jest jeszcze pewna. Na chwilę obecną nie mamy też pewności dot. ceny w wezwaniu na pozostałe udziały w Netii (po wezwaniu do 66% kolejne 34% pozostanie w obrocie giełdowym), o ile zostanie przeprowadzone. 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. Wyniki Netii za 4Q'17 były zgodne z naszymi oczekiwaniami, stąd podtrzymujemy nasze prognozy wyników na kolejne lata i negatywne zalecenie inwestycyjne.

Cena bieżąca

5,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,60 PLN

-12,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	4,60 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane		NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-2,4% +2,5%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-2,4% +2,5%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 769,5	Średni obrót 6M	1,0 mln PLN
EV (mln PLN)	2 054,5	EV/EBITDA 12M fwd	6,4 +39,3%
Free float	100,0%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Przychody	1 572	1 522	1 442	1 393	1 371
EBITDA	449	426	384	355	346
marża EBITDA	28,6%	28,0%	26,6%	25,5%	25,2%
EBIT	28	25	72	60	57
Zysk netto	2	33	39	37	31
P/E	799,6	54,4	44,9	47,8	57,7
P/BV	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	4,5	4,6	5,4	6,1	6,4
DPS	0,60	0,39	0,38	0,00	0,00
DYield	11,4%	7,5%	7,2%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2017	2018P	2019P	
Przychody		+0,3%	0,0%	0,0%	
EBITDA		-0,5%	0,0%	0,0%	
EBIT		-1,4%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		-27,6%	0,0%	0,0%	
CAPEX		-26,1%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Klienci linie głosowe (tys.)	1 253	1 140	1 014	988	951
ARPU głos wł. infras. (PLN)	31,1	28,4	26,5	25,9	25,4
ARPU głos WLR + LLU (PLN)	41,6	39,9	39,0	38,3	37,9
klienci broadband (tys.)	756	697	640	642	633
ARPU broadband (PLN)	55,4	56,3	56,0	56,6	57,7
Przychody	1 572	1 522	1 442	1 393	1 371
bezpośrednie usługi głos.	549	471	405	362	333
transmisja danych	659	659	616	616	613
rozł. międzyop. i hurt.	193	209	234	228	234
inne	171	183	188	187	191
Koszty sprzedaży	295	294	275	284	285
Koszty ogół. zarządu	146	149	148	144	145
EBIT	28	25	72	60	57
marża	1,8%	1,7%	5,0%	4,3%	4,2%
Zysk netto	2,2	32,6	39,4	37,0	30,7

Model DCF

(mln PLN)	17	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 442	1 393	1 371	1 367	1 383	1 411	1 445	1 483	1 529	1 581	1 581
EBITDA	383	355	346	353	366	374	382	392	406	423	423
marża EBITDA	26,6%	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	72	60	57	67	78	81	84	87	93	136	136
Podatek	14	11	11	13	15	15	16	17	18	26	26
NOPLAT	58	49	46	54	63	66	68	71	76	110	110
CAPEX	-268	-385	-382	-381	-190	-194	-198	-204	-210	-217	-217
Kapitał obrotowy	-37	-30	-1	0	0	0	1	1	1	-5	-5
FCF	65	-71	-47	-41	162	165	168	172	179	175	175
PV FCF	66	-67	-41	-33	123	116	110	104	100	90	
WACC	7,6%	7,4%	7,3%	7,2%	7,4%	7,7%	8,0%	8,2%	8,2%	8,2%	
Dług netto / EV	13,8%	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	2017	2018P	2019P
CF operacyjny	497	442	346	317	340
CFO/EBITDA	111%	104%	90%	89%	98%
Capex	-438	-209	-268	-385	-382
Aktywa ogółem	2 689	2 450	2 401	2 552	2 696
Kapitał własny	2 036	1 896	1 778	1 816	1 847
Dług netto	253	204	285	387	450
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	0,5	0,7	1,1	1,3

Analiza porównawcza

	17	P/E	18P	19P	EV/EBITDA	17	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 miesiąca spadły o 2,9%. Spółka zaraportowała zestaw dobrych wyników za 4Q'17: wynik EBITDA wzrósł o 4%, pomimo niekorzystnego wpływu regulacji RLAH oraz zmiany strategii w kierunku budowania wartości z jednego klienta (mniej atrakcyjny pricing dla klienta, niższe obroty ze sprzedaży sprzętu). Rynek może być rozczarowany prognozą EBITDA'18 wg nowego standardu (2,75 mln PLN). Z drugiej strony spadkowy trend na linii EBITDA został odwrócony. Orange Polska pozostaje naszym faworytem w sektorze telekomunikacyjnym, tym samym podtrzymujemy nasze niekonsensusowe podejście. Zarząd zapowiedział cięcie kosztów we wrześniu'17 i szybko potwierdził wiarygodność planów: w wynikach 3Q-4Q'17 obserwujemy znaczne spadki kosztów sprzedaży. 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 = 5,0x, 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. 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	2017	2018P	2019P
dost. szerokopasm. (tys.)	2 105	2 206	2 438	2 741	3 120
klienci ust. głosowe (tys.)	4 194	3 932	3 684	3 157	2 725
Przychody	11 840	11 538	11 381	11 297	11 359
telefonía komórkowa	5 498	6 324	6 141	6 093	6 105
telefonía stacjonarna	5 083	4 720	4 571	4 556	4 606
pozostałe	616	494	669	648	648
Koszty	8 480	8 445	8 655	8 337	8 237
koszty pracownicze	1 713	1 636	1 690	1 581	1 473
usługi obce	6 271	6 432	6 416	6 412	6 439
poz. przychody i koszty	367	377	341	344	325
rozwiązanie stos. pracy	129	0	208	0	0
sprzedaż aktywów	71	70	81	110	95
EBITDA	3 431	3 163	2 807	3 069	3 217
marża	29,0%	27,4%	24,7%	27,2%	28,3%
Zysk netto	254	-1 746	-60	299	545

Model DCF

(mln PLN)	17	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	11 381	11 297	11 359	11 530	11 672	11 826	11 928	12 012	12 079	12 132	12 132
EBITDA	2 807	3 069	3 217	3 390	3 462	3 508	3 546	3 563	3 563	3 574	3 574
marża EBITDA	24,7%	27,2%	28,3%	29,4%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,5%	29,5%	29,5%
Amortyzacja	2 572	2 416	2 290	2 185	2 099	2 031	1 979	1 944	1 923	1 917	1 917
EBIT	229	647	921	1 199	1 358	1 471	1 560	1 613	1 634	1 651	1 651
Podatek	44	123	175	228	258	280	296	306	310	314	314
NOPLAT	185	524	746	971	1 100	1 192	1 264	1 307	1 323	1 337	1 337
CAPEX	-1 933	-2 112	-2 071	-1 972	-2 248	-2 200	-1 762	-1 785	-1 827	-1 869	-1 869
Kapitał obrotowy	-436	-819	-162	-117	-94	-84	-92	-95	-96	-98	-98
FCF	388	9	803	1 068	857	938	1 389	1 371	1 323	1 288	1 288
PV FCF	387	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	47,4%	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

5,67 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,30 PLN

+28,7%

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

Podstawowe dane	OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M -2,1% +2,9%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD -2,1% +2,9%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M 10,2 mln PLN
MC (mln PLN)	7 439,0	Średni obrót 6M 13,0 mln PLN
EV (mln PLN)	13 877,0	EV/EBITDA 12M fwd 4,6 +0,5%
Free float	49,3%	EV/EBITDA 5Y avg 4,6 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Przychody	11 840	11 538	11 381	11 297	11 359
EBITDA skor.	3 431	3 163	2 801	3 069	3 217
marża EBITDA	29,0%	27,4%	24,6%	27,2%	28,3%
EBIT	572	-1 354	229	647	921
Zysk netto	254	-1 746	-60	299	545
P/E	29,3	-	-	24,8	13,7
P/BV	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	3,3	4,5	5,0	4,7	4,2
DPS	0,50	0,25	0,00	0,00	0,00
DYield	8,8%	4,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2017	2018P	2019P
Przychody			+0,1%	0,0%	0,0%
EBITDA			-2,4%	0,0%	0,0%
EBIT			-24,8%	0,0%	0,0%
Zysk netto			-	0,0%	0,0%
CAPEX			-5,1%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
CF operacyjny	2 537	2 549	2 064	1 896	2 672
CFO/EBITDA	74%	81%	85%	62%	83%
Capex	-1 998	-5 504	-1 933	-2 222	-2 166
Aktywa ogółem	21 652	22 588	22 933	22 181	22 667
Kapitał własny	11 975	10 007	9 936	10 294	10 838
Dług netto	3 982	6 932	6 436	6 865	6 169
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	2,2	2,3	2,2	1,9

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Play trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Wartość walorów Play wpadła o 1,5% w ciągu ostatniego miesiąca i była lepsza o blisko 5% od szerokiego rynku. Wyniki za 4Q'17 były zgodne z naszymi oczekiwaniami, stąd nie mamy podstaw do zmiany naszych prognoz finansowych i podtrzymujemy neutralne nastawienie. Zarząd Play przy ogłoszeniu wyników za 2017 r. poinformował o intencji podtrzymania 650 mln PLN dywidendy także w 2019 r., co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami. Podtrzymujemy jednak zdanie, że taki poziom dywidendy przy wysokim zalewarowaniu spółki (3,0x na koniec 2017 r.) jest dość ryzykowny biorąc pod uwagę fakt, że Play posiada mniej spektrum <1GHz niż polscy konkurenci. Co więcej, Play nie ma 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 przejścia 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 = 6,3x, z >7% premią vs. telekomu CEE. Podtrzymujemy neutralne nastawienie do Play.

Cena bieżąca

32,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

34,70 PLN

+6,1%

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

Podstawowe dane		PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	-3,3% +1,7%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	-3,3% +1,7%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	15,6 mln PLN
MC (mln PLN)	8 296,0	Średni obrót 6M	19,2 mln PLN
EV (mln PLN)	15 087,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,2 -5,4%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	6,5 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Przychody	5 437	6 118	6 670	7 061	7 341
EBITDA	1 663	1 924	1 904	2 351	2 430
marża EBITDA	30,6%	31,5%	28,5%	33,3%	33,1%
EBIT	1 066	1 290	1 107	1 536	1 581
Zysk netto	550	712	387	919	957
P/E	15,1	11,7	21,4	9,0	8,7
P/BV	13,2	6,2	-	74,7	19,8
EV/EBITDA	7,2	7,0	7,9	6,3	6,0
DPS	0,00	0,00	0,00	2,56	2,56
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	7,8%	7,8%
Zmiana prognoz		2017	2018P	2019P	
Przychody		+0,1%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		+16,5%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		+32,1%	0,0%	0,0%	
CAPEX		-0,5%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Aktywni klienci (tys.)	11 247	12 011	12 394	12 965	13 245
ARPU (PLN)	31,7	31,4	32,0	32,8	33,3
Przychody	5 437	6 118	6 670	7 061	7 341
przychody z usług	4 060	4 493	4 878	5 192	5 412
obróć sprzętem	1 377	1 625	1 792	1 869	1 929
Koszty	3 773	4 193	4 766	4 710	4 911
interkonekt	1 331	1 496	1 730	1 860	1 933
koszty kontraktów	376	399	429	443	456
sprzęt	1 181	1 366	1 410	1 484	1 551
koszty osobowe	308	228	526	277	284
usługi obce	525	567	606	563	599
pozostałe	52	138	65	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	387	919	957

Model DCF

(mln PLN)	4Q'17	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 740	6 663	7 061	7 341	7 546	7 687	7 801	7 877	7 944	8 004	8 004
EBITDA	564	2 351	2 272	2 481	2 510	2 534	2 574	2 585	2 594	2 600	2 600
marża EBITDA	32,4%	35,3%	32,2%	33,8%	33,3%	33,0%	33,0%	32,8%	32,7%	32,5%	32,5%
Amortyzacja	204	815	850	904	940	1 028	963	957	929	877	877
EBIT	360	1 536	1 423	1 577	1 570	1 506	1 611	1 628	1 665	1 723	1 723
Podatek	68	292	270	300	298	286	306	319	316	327	327
NOPLAT	292	1 244	1 152	1 277	1 272	1 220	1 305	1 318	1 349	1 396	1 396
CAPEX	-124	-690	-767	-829	-1 697	-624	-1 096	-928	-640	-644	-644
Kapitał obr. + inne	9	-337	-294	-297	-322	-317	-308	-308	-307	-306	-306
FCF	381	1 033	941	1 055	192	1 307	864	1 039	1 331	1 323	1 323
PV FCF	0	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%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
CF operacyjny	1 525	1 588	1 389	1 955	2 098
CFO/EBITDA skor.	85%	78%	60%	82%	85%
Capex	-505	-2 316	-625	-690	-767
Aktywa ogółem	7 562	8 747	8 831	8 543	8 712
Kapitał własny	631	1 343	-213	111	418
Dług netto	3 717	5 111	6 791	6 531	6 372
Dług netto/EBITDA (x)	2,1	2,5	3,0	2,7	2,6

Analiza porównawcza

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

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Notowania Agory uległy osłabieniu o 10,6%, zachowywały się nieco gorzej niż szeroki rynek. Agora pozostaje najbardziej preferowaną spółką w polskim sektorze mediowym. Pomimo, że oczyszczona EBITDA rośnie w tempie zaledwie 5% R/R w 2018 r., Agora jest obecnie notowana na EV/EBITDA'17 = 4,6x, z >40% 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 >8,5%. 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 wzmacniania segmentu Internet i rozwoju e-commerce, dezinwestycji spadkowych pobocznych biznesów, dalszych redukcji kosztów oraz uwolnienia nieefektywnie wykorzystywanych aktywów (jak nieruchomości pod drukarnię).

Cena bieżąca

13,45 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,90 PLN

+40,5%

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

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	-6,9%	-1,9%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	-6,9%	-1,9%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M		0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	626,5	Średni obrót 6M		0,6 mln PLN
EV (mln PLN)	618,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,9	-5,6%
Free float	62,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,2	dyskonto

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	49,3	-	-	25,5	27,7
P/BV	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	6,1	5,8	20,3	4,6	4,8
DPS	0,20	0,75	0,46	0,50	0,75
DYield	1,5%	5,6%	3,4%	3,7%	5,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
rozpowsz. GW (tys.)	178	161	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
wyłączenia	-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

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	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 akumuluj (podwyższona)

Paweł Szpigił

+48 22 438 24 06

pawel.szpigił@mbank.pl

Notowania Cyfrowego Polsatu spadły o 5,1% w ciągu ostatniego miesiąca, były jednak 2,2 p.p. lepsze niż szeroki rynek. Po aktualizacji wyceny porównawczej, podwyższamy zalecenie inwestycyjne do akumuluj z trzymaj. Nasz obecny poziom ceny docelowej implikuje 9% potencjał wzrostowy. Obecnie CPS jest notowany na EV/EBITDA'17 = 6,6x, z 6% dyskontem do grupy porównawczej. Cyfrowy Polsat wykaże w 2018 r. niższy wzrost wyników od spółek porównywalnych (wzrost EBITDA'18 R/R=-2,1% w Cyfrowym Polsacie w ujęciu proforma oraz +2,1% w spółkach porównywalnych) oraz płaci niższą dywidendę (DYield'18 = 1,4% vs. 4,9% grupa porównawcza). 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 vs. PLU (obecnie 6,4x) jest uzasadniony. Podkreślamy także, że Cyfrowy Polsat po przejęciu pakietu kontrolnego w Netii zniweluje podkreślane 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).

Cena bieżąca

22,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

24,90 PLN

+9,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	24,90 PLN	2018-03-05	
poprzednia	trzymaj	25,70 PLN	2018-01-31	
Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	-8,3%	-3,3%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	-8,3%	-3,3%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	13,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 581,6	Średni obrót 6M	11,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	26 980,4	EV/EBITDA 12M fwd	6,2	-13,7%
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	12,5	16,9	13,7	11,7	10,0
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	7,3	7,4	7,4	6,6	6,0
DPS	0,00	0,00	0,32	0,36	0,48
DYield	0,0%	0,0%	1,4%	1,6%	2,1%
Zmiana prognoz					
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne*

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	9 823	9 730	9 822	10 110	10 255
detaliczne od klinektów	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
dyskrybucja 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	1 734	1 735	1 658	1 211	1 533	332	1 355	1 029	904	1 118	
WACC	6,9%	6,7%	6,9%	7,0%	7,2%	7,1%	7,3%	7,4%	7,5%	7,7%	
Dług netto / EV	41,5%	37,8%	33,9%	31,1%	27,5%	29,7%	26,1%	23,8%	21,8%	17,2%	
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

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

	17P	P/E	18P	19P	17P	EV/EBITDA	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	27 037
Dług netto	11 645
Inne korekty	833
Wycena DCF na akcję (PLN)	22,77

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	24,02
DCF	50%	22,77
Cena wynikowa		23,40
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		24,90

Wirtualna Polska akumuluj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Notowania Wirtualnej Polski w ciągu ostatniego miesiąca wzrosły o 0,3%, tj. były blisko 7% lepsze od szerokiego rynku. Obecny poziom wyceny giełdowej implikuje potencjał wzrostowy do naszej ceny docelowej rzędu 7,1%, stąd podtrzymujemy pozytywne podejście. Wirtualna Polska jest obecnie notowana na EV/EBITDA'18=10,8x, 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 wciąż zbyt wysoka. W nadchodzących kwartałach spodziewamy się dalszych sukcesów na polu e-commerce, zwłaszcza że od 2018 r. w życie wchodzi zakaz handlu w niedziele. W grudniu'17 spółka podpisała z bankami dużą umowę kredytową o wartości 500 mln PLN, co może budzić ryzyko. Jednak podkreślamy, że na koniec 3Q'17 dług brutto WPL wynosi 211,3 mln PLN (a dług netto 180,1 mln PLN). Łączna wartość linii kredytowej wynosi 279,5 mln PLN. Stąd kwota, która może być przeznaczona na akwizycje jest dość duża (zwłaszcza, że WPL generuje średnio 72 mln PLN FCF po odsetkach w latach 2017-19). Wskaźnik dług netto/EBITDA LTM wyniósł 1,25x. (ok.1,7x po zapłacie za mniejszościowe udziały w Domodi). Naszym zdaniem nowa umowa kredytowa zezwala spółkom z grupy na wypłatę dywidendy po spełnieniu szeregu warunków (szczegóły nie zostały podane). WPL chce dokonywać akwizycji na polu e-commerce, gdzie dotychczas spółka odnosi sukcesy, co oceniamy pozytywnie. Wierzmy we wzrost tej części rynku online.

Cena bieżąca

52,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

56,10 PLN

+7,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	56,10 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	+8,0%	+13,0%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+8,0%	+13,0%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M	1,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 560,2	Średni obrót 6M	1,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 740,9	EV/EBITDA 12M fwd	10,6	-0,5%
Free float	33,6%	EV/EBITDA 5Y avg	10,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	326	415	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	274,4	29,0	37,9	20,7	16,8
P/BV	4,4	3,8	3,8	3,4	3,1
EV/EBITDA	18,6	14,2	13,6	10,8	9,2
DPS	0,00	0,00	1,27	0,97	1,78
DYield	0,0%	0,0%	2,4%	1,8%	3,4%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
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	17%	17%	17%	17%	17%	17%		

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 (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Asseco Poland w ciągu ostatniego miesiąca wzrosły o 0,2% i były lepsze od szerokiego rynku o blisko 10%. 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 podkreślamy, że 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). Ponadto, obecnie Asseco Poland jest notowane na P/E'18 = 15,3x, 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

45,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

44,00 PLN

-3,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	44,00 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	+3,9%	+8,9%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+3,9%	+8,9%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M		5,5 mln PLN
MC (mln PLN)	3 793,1	Średni obrót 6M		6,9 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,0	+17,9%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	11,9	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	15,3	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	6,3%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

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 sprzedaj (bez zmian)

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. Spółka zgłosiła swoje uczestnictwo na prezentacji na targach E3, które odbędą się w czerwcu 2018. Według spekulacji medialnych CDR mógłby opublikować kolejny materiał promujący grę *Cyberpunk 2077*. Taki scenariusz uwzględniałby wydłużenie kampanii promocyjnej gry, co byłoby sprzeczne z pierwotnymi założeniami Zarządu CD Projekt (przyjmując datę premiery gry w 2019). Spółka opublikuje wyniki za 4Q'17 w dniu 22 marca. Coraz dłuższy okres od premiery *Wiedźmina 3* negatywnie oddziałuje na wartość generowanej przez grę sprzedaży. Jednocześnie negatywny wpływ na wyniki spółki od 4Q'17 powinna mieć deprecjacja USD/PLN (średnio o 15% r/r w 4Q'17). Szansą na potencjalne istotne zwiększenie sprzedaży może być wydanie jednoosobowej kampanii do *Gwinta*, rozpowszechnienie gry na rynku chińskim oraz ewentualna premiera mobilnej wersji gry. Niemniej jednak uważamy, że obecnie kurs spółki dyskontuje zbyt ambitne założenia dotyczące przyszłych wyników.

Cena bieżąca

105,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

90,00 PLN

-15,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaż	90,00 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane		CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+9,2% +14,1%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+9,2% +14,1%
Liczba akcji (mln)	95,2	Średni obrót 1M	20,8 mln PLN
MC (mln PLN)	10 083,1	Średni obrót 6M	43,3 mln PLN
EV (mln PLN)	10 025,6	EV/EBITDA 12M fwd	20,5 +14,2%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	18,0 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	29,4	40,2	51,5	77,7	11,7
P/BV	19,6	13,0	11,5	10,0	5,4
EV/EBITDA	22,5	32,0	41,3	61,0	8,5
DPS	0,00	0,00	1,06	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
W3 (S)		0,0%	0,0%	0,0%	
Gwint (S)		0,0%	0,0%	0,0%	
C2077 (S)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Produkcja gier (S)	697	476	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	-440	-302	-118	-39
CAPEX	-15	-12	-13	-8	-9
Nakłady na produkcję	0	56	82	110	30
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	73
Środki pieniężne	394	217	57	86	1 064
Dług netto	-394	-597	-645	-674	-1 652
Dług netto/EBITDA (x)	-0,9	-1,9	-2,7	-4,1	-1,6

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	-597
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 (podtrzymana)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Wyniki Comarchu za 4Q'17 oczyszczone o ujemny wynik na poz. dział. operacyjnej są zgodne z naszymi oczekiwaniami na linii przychody i EBITDA. Jednak w 2018 r. Comarch będzie pod presją negatywnych czynników: (1) słabej kontraktacji publicznej (z powodu rekonstrukcji Rządu oraz zbliżających się wyborów samorządowych; sądzymy, że część decyzji o przetargach może być przeciągnięta w czasie), (2) mocnego PLN vs. EUR i USD oraz (3) nieustającej presji na wynagrodzenia w branży informatycznej. Wskazujemy także na specyficzny model rachunkowości Comarchu (duża część kosztów jest naszym zdaniem wpisywana w koszty danego okresu w rachunku wyników), co przy słabszych obrotach negatywnie rzutuje na wyniki. Portfel zamówień Comarchu na 2018 r. jest kilkanaście procent wyższy R/R (Zarząd na konferencji po wynikach), jednak wzrost wynika głównie z dużych kontaktów na rynku publicznym (jak kontakt na system cyfrowej rejestracji rozpraw w sądach powszechnych za 138 mln PLN), które charakteryzują się niższą rentownością. Stąd obniżamy prognozy wyników na linii EBITDA o 2,1% i 3,2% na lata odpowiednio 2018 i 2019 (głównie przez obniżenie poziomu rentowności). Aktualizujemy także wskaźniki dla spółek porównywalnych. Comarch na EV/EBITDA'18 jest obecnie notowany na 8,8x vs. 10,6x peer grupa (co implikuje >15% dyskonta). Z drugiej strony negatywnym argumentem jest brak deklaracji Zarządu co do wypłaty wyższej dywidendy (obecnie zakładamy 1,5 PLN w 2018 r. co implikuje DYield tylko na 1,0%), pomimo że Comarch na bardzo dobrą pozycję bilansową. Stąd pomimo dyskonta do grupy porównawczej podtrzymujemy neutralne podejście.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Przychody	1 132	1 109	1 102	1 219	1 334
TMT	313	276	258	258	266
finanse i bankowość	151	164	186	208	218
handel i usługi	159	183	174	195	219
przemysł i utilities	113	146	142	156	167
sektor publiczny	116	73	63	108	161
SME	209	228	236	250	257
inne	71	39	43	44	45
Zysk brutto na sprzedaży	340	343	268	323	364
marża	30,1%	30,9%	24,3%	26,5%	27,3%
koszty sprzedaży	130	131	134	141	153
koszty ogólnego zarządu	93	101	98	103	108
EBIT	113	113	34	79	104
marża	10,0%	10,2%	3,1%	6,5%	7,8%
Zysk netto	80,3	70,1	43,1	56,5	76,7

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	1 219	1 334	1 397	1 444	1 488	1 533	1 580	1 628	1 678	1 730	1 765
EBITDA	144	169	176	181	187	192	199	206	213	221	225
marża EBITDA	11,8%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,5%	12,6%	12,6%	12,7%	12,8%	0
Amortyzacja	64	65	65	65	66	66	67	68	69	71	73
EBIT	79	104	111	116	121	126	132	137	143	150	153
Podatek	23	29	29	31	32	33	35	36	38	39	40
NOPLAT	56	75	82	85	89	93	97	101	106	110	112
CAPEX	-53	-58	-61	-63	-65	-66	-67	-68	-70	-71	-73
Kapitał obrotowy	-30	-24	-9	-6	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5
FCF	38	58	77	82	85	88	92	96	100	105	107
PV FCF	35	50	61	60	57	55	52	50	48	47	
WACC	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	
Dług netto / EV	1,5%	0,0%	1,1%	1,2%	0,9%	0,4%	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%	

Cena bieżąca

155,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

166,50 PLN

+7,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	166,50 PLN	2018-03-05
poprzednia	trzymaj	180,00 PLN	2018-02-02
Podstawowe dane			
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-18,4%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	-18,4%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M	0,7 mln PLN
MC (mln PLN)	1 260,7	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN
EV (mln PLN)	1 292,2	EV/EBITDA 12M fwd	7,0
Free float	59,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,0

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Przychody	1 132	1 109	1 102	1 219	1 334
EBITDA	167	176	99	144	169
marża EBITDA	14,7%	15,8%	9,0%	11,8%	12,6%
EBIT	113	113	34	79	104
Zysk netto	80	70	43	57	77
P/E	15,7	18,0	29,3	22,3	16,4
P/BV	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4
EV/EBITDA	7,2	7,0	13,1	8,8	7,6
DPS	0,00	0,00	1,50	1,50	10,00
DYield	0,0%	0,0%	1,0%	1,0%	6,5%
Zmiana prognoz				2017	2018P
Przychody				+0,1%	+0,2%
EBITDA				-12,8%	-3,8%
EBIT				-33,7%	-9,5%
Zysk netto				-11,9%	-7,4%
CAPEX				-0,6%	-1,2%

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
CF operacyjny	117	88	61	91	118
CFO/EBITDA	70%	50%	62%	63%	70%
Capex	-93	-121	-110	-53	-58
Aktywa ogółem	1 305	1 439	1 503	1 573	1 598
Kapitał własny	781	861	880	925	920
Dług netto	-73	-49	19	-8	14
Dług netto/EBITDA (x)	-0,4	-0,3	0,2	-0,1	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	22,9	20,1	18,1	15,9	15,2	13,9
Maksimum	11,8	10,9	10,4	3,9	3,8	3,8
Mediana	16,2	15,5	14,7	10,4	9,8	9,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 233
Dług netto	19
Inne korekty	16
Wycena DCF na akcję (PLN)	147,34

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	165,41
DCF	50%	147,34
cena wynikowa		156,37
koszt kapitału 9M		6,5%
cena docelowa za 9M		166,50

Przemysł, metale

Famur

kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Famur korzysta obecnie na wzroście 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 80 mln PLN długu netto). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy Famur. Cenę docelową korygujemy o aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej i raportowany dług netto z końca 2017 roku (do 7,28 PLN/akcja wcześniej 7,29 PLN/akcja).

Cena bieżąca

6,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,28 PLN

+19,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	7,28 PLN	2018-03-05
poprzednia	kupuj	7,29 PLN	2018-02-02
Podstawowe dane		FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	-1,6% +3,4%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-1,6% +3,4%
Liczba akcji (mln)	559,4	Średni obrót 1M	1,5 mln PLN
MC (mln PLN)	3 412,6	Średni obrót 6M	2,3 mln PLN
EV (mln PLN)	3 607,8	EV/EBITDA 12M fwd	7,3 +25,9%
Free float	35,3%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Przychody	801	1 030	1 458	2 059	2 177
EBITDA	184	239	291	446	477
marża EBITDA	23,0%	23,2%	19,9%	21,7%	21,9%
EBIT	43	114	117	256	325
Zysk netto	52	94	48	191	256
P/E	56,5	31,6	70,4	18,3	13,7
P/BV	3,3	3,0	2,4	2,1	1,9
EV/EBITDA	16,4	11,9	12,4	8,2	7,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,12
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,9%
Zmiana prognoz			2017	2018P	2019P
Przychody			+5,1%	0,0%	0,0%
EBITDA			+3,6%	0,0%	0,0%
EBIT			+9,3%	0,0%	0,0%
Zysk brutto			-18,2%	0,0%	0,0%
Zysk netto			-34,2%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Obroty Underground	641	792	1 052	941	1 012
Obroty Surface	162	238	336	406	429
Marża Underground	25,7%	24,4%	25,9%	26,4%	28,3%
Marża Surface	22,2%	21,0%	12,7%	18,4%	19,4%
Przepływy oper.	115	315	178	178	373
Amortyzacja	141	125	174	190	151
Kapitał obrotowy	-85	95	-98	-208	-50
Przepływy inw.	-160	-85	-286	-41	-87
CAPEX	76	83	286	85	87
Przepływy fin.	-2	185	207	-114	-173
Zmiana długu	4	196	-171	-100	-100
Dywidenda/buyback	0	0	0	0	-67
FCF	23	240	-105	107	280
FCF/EBITDA	12%	101%	-36%	24%	59%
CFO/EBITDA	63%	132%	46%	40%	78%

Model DCF

(mln PLN)	17	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	19,9%	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	49	46	60	69	76	80	83	87	90	93	95
NOPAT	130	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	-208	-50	-30	-25	-22	-20	-20	-21	-21	-21
FCF	-105	107	280	308	286	306	311	315	322	328	336
PV FCF	-105	100	241	244	209	206	193	180	170	159	
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%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Aktywa	1 259	1 775	3 138	3 368	3 515
Aktywa trwałe	701	670	1 099	1 089	1 025
Goodwill	220	220	220	220	220
Kapitał własny	890	993	1 437	1 648	1 837
Udział mniejszości	0	0	115	31	41
Dług netto	80	-135	80	107	-106
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	-0,6	0,3	0,2	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17	18P	19P	17	18P	19P
Minimum	15,1	11,1	9,9	9,5	8,7	8,9
Maksimum	35,6	21,7	20,0	15,8	13,0	11,9
Mediana	24,0	17,0	14,5	14,9	11,9	9,4
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 598
Dług netto	-135
Inne korekty	-98
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,15

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	6,53
DCF	50%	7,15
Cena wynikowa		6,84
Koszt kapitału 9M		6,33%
Cena docelowa za 9M		7,28

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. 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. Według nas również Grupę stać obecnie na wypłatę około 26 PLN dywidendy na akcję, co oznaczałoby stopę zwrotu na poziomie ponad 6%. W krótkim terminie nad sentymentem wokół spółek przetwarzających aluminium ciąży perspektywa wprowadzenia ceł importowych w USD. Według źródeł rynkowych rynek transakcji fizycznych praktycznie zamarł i wyczuwa się jaki będzie ostateczny kształt ograniczeń importu do USA. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Kęty, a cenę docelową korygujemy o aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej do 379,66 (wcześniej 391,41 PLN/akcja).

Cena bieżąca

352,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

379,66 PLN

+7,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	379,66 PLN	2018-03-05	
poprzednia	trzymaj	391,41 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane			KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	-13,9%	-9,0%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	-13,9%	-9,0%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	1,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 345,2	Średni obrót 6M	2,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 887,2	EV/EBITDA 12M fwd	8,7	-5,7%
Free float	55,8%	EV/EBITDA 5Y avg	9,3	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	15,9	12,0	13,2	12,8	12,8
P/BV	2,6	2,4	2,4	2,4	2,3
EV/EBITDA	10,6	9,5	9,0	8,4	8,4
DPS	14,41	17,95	30,00	26,63	21,96
DYield	4,1%	5,1%	8,5%	7,6%	6,2%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Aluminiem (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	+
Aluminiem (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	125	185	204	220	206	193	180	169	160	
WACC	8,0%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	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	6,3	5,5	4,7	4,4	4,1	3,9
Maksimum	55,1	31,9	25,4	13,3	12,2	11,2
Mediana	14,2	11,1	10,0	9,2	7,6	7,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 805
Dług netto	682
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	405,09

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	309,17
DCF	50%	405,09
Cena wynikowa		357,13
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		379,66

JSW kupuj (podtrzymana)

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 najwyżej odkad prowadzone są statystyki). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy JSW, a cenę docelową korygujemy o aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej do 120,71 (wcześniej 122,30 PLN/akcja).

Cena bieżąca

92,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

120,71 PLN

+30,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	120,71 PLN	2018-03-05	
poprzednia	kupuj	122,30 PLN	2018-01-30	
Podstawowe dane			JSW PW	vs. WIG
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	-3,6%	+1,4%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-3,6%	+1,4%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	23,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 895,8	Średni obrót 6M	24,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	9 527,1	EV/EBITDA 12M fwd	2,8	-29,1%
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.	-	-	5,0	4,9	7,6
P/BV	2,8	2,7	1,5	1,2	1,1
EV/EBITDA skor.	11,8	10,9	2,6	2,2	2,7
DPS	0,00	0,00	0,00	2,00	7,62
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%	8,2%
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%

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	1 658	947	459	570	578	553	525	469	410	359	
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%

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	5,9	7,0	5,2	2,7	2,4	2,1
Maksimum	41,0	36,4	21,9	10,4	8,4	8,6
Mediana	9,8	9,4	9,2	5,2	5,2	5,1
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	6 528
Dług netto	-1 436
Inne korekty	67
Wycena DCF na akcję (PLN)	100,51

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	126,59
DCF	50%	100,51
Cena wynikowa		113,55
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		120,71

Kernel trzymaj (podtrzymana)

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 (dwucyfrowy wskaźnik EV/EBITDA'18). Na telekonferencji po wynikach za 1H'18 Zarząd Kernel przedstawił, że wewnątrz budżet Spółki zakłada w bieżącym roku EBITDA na poziomie 240 mln USD. Przy poprzednich wynikach Zarząd zakładał całoroczną EBITDA na poziomie 210-250 mln USD. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Kernel, a cenę docelową korygujemy o aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej do 53,46 (wcześniej 53,47 PLN/akcja).

Cena bieżąca

48,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

53,46 PLN

+9,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	53,46 PLN	2018-03-05	
poprzednia	trzymaj	53,47 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	+2,7%	+7,7%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	+2,7%	+7,7%
Liczba akcji (mln)	82,4	Średni obrót 1M	2,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 021,5	Średni obrót 6M	7,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	5 765,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,6	+41,4%
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	10,7	5,2	6,6	11,2	5,9
P/BV	1,3	1,2	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	3,7	4,2	5,3	7,4	4,9
DPS	0,25	0,25	0,24	0,25	0,39
DYield	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	2,7%
Zmiana prognoz			17/18P	18/19P	19/20P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża olej (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Pszenica (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Kukurydza (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	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
Pszenica (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	104	138	164	208	193	159	128	103	83	63	
WACC	16,1%	16,2%	16,5%	16,8%	17,3%	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	2,3	4,3	3,8	3,3	3,1	3,0
Maksimum	40,8	35,0	28,4	12,3	11,4	11,7
Mediana	13,8	13,5	12,6	8,6	7,9	7,6
waga	40%	10%	0%	40%	10%	0%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 239
Dług netto	547
Inne korekty	5
Wycena DCF na akcję (PLN)	45,87

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	49,28
DCF	50%	45,87
Cena wynikowa		47,57
Koszt kapitału 9M		12,4%
Cena docelowa za 9M		53,46

KGHM akumuluj (podtrzymana)

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 (+6% r/r; +300 mln PLN kosztów). Dodatkowo potencjalnie twardsze negocjacje w Sierra Gorda będą mieć miejsce w 4H'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 w 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 1H'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 miałoby wpływ na zwiększenie marży (własna produkcja wyżej marżowa). Nie zmieniamy naszej dotychczasowej rekomendacji, ani ceny docelowej (trzymaj; 128,62 PLN/akcja).

Cena bieżąca

102,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

122,81 PLN

+19,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	122,81 PLN	2018-03-05	
poprzednia	akumuluj	128,62 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane			KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	-7,8%	-2,9%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	-7,8%	-2,9%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	60,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	20 500,0	Średni obrót 6M	69,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	28 113,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,0	-22,9%
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.	11,5	13,2	6,7	5,9	7,2
P/BV	1,0	1,3	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA skor.	15,2	8,1	6,1	3,9	4,2
DPS	4,00	1,50	1,00	2,46	8,70
DYield	3,9%	1,5%	1,0%	2,4%	8,5%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Miedź (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Srebro (USD/oz)			0,0%	0,0%	0,0%
Molibden (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	421	376	358	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%

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	9,4	8,8	8,7	3,9	4,5	3,4
Maksimum	28,3	19,6	20,1	15,0	10,5	9,7
Mediana	14,0	13,4	12,3	6,3	5,5	5,9
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

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	692	3 040	2 262	2 210	1 817	1 580	1 385	1 207	935	803	
WACC	7,2%	7,6%	7,7%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	15 931
Dług netto	7 238
Inne korekty	553
Wycena DCF na akcję (PLN)	98,10

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	132,95
DCF	50%	98,10
Cena wynikowa		115,52
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		122,81

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. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy Stelmet, a cenę docelową korygujemy o aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej do 27,72 (wcześniej 28,37 PLN/akcja).

Cena bieżąca

17,15 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

27,72 PLN

+61,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	27,72 PLN	2018-03-05	
poprzednia	kupuj	28,37 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane			STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	+19,1%	+24,1%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	+19,1%	+24,1%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	503,6	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	685,1	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	7,4	7,0	25,9	12,0	8,3
P/BV	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	8,0	8,4	11,9	7,8	5,7
DPS	1,07	0,29	0,00	0,00	0,71
DYield	6,2%	1,7%	0,0%	0,0%	4,2%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
DAO (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
DAO vol (tys. m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Drewno (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	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	73	68	67	67	64	57	51	36	31
WACC	7,7%	7,9%	8,2%	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	9,0	8,5	5,7	5,4	4,9
Maksimum	64,4	49,7	42,6	19,3	23,9	17,5
Mediana	16,9	14,6	13,0	7,3	6,9	6,3
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	584
Dług netto	182
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	31,21

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	20,93
DCF	50%	31,21
Cena wynikowa		26,07
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		27,72

Budownictwo

Budimex kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Budimex zaraportował bardzo dobre wyniki finansowe za 4Q'17. ZN i EBIT były o 20-25% wyższe od konsensusu i zarazem o 13-15% wyższe od naszej prognozy. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami spółka osiągnęła bardzo dobrą marżę brutto na sprzedaży w segmencie budowlanym. Wyniosła ona 11,9% w samym 4Q'17 oraz 12,0% w całym 2017 r. (szacując łącznie z wyłączeniami). Bardzo optymistyczny jest fakt, że pomimo trudnego otoczenia rynkowego, rentowność segmentu budowlanego utrzymała się w 2017 r. tylko na nieco niższym poziomie niż w 2016 r. (12,8%) oraz wyraźnie powyżej szacowanego przez nas w długim terminie poziomu 8,5%. Dobrze oceniamy poziom gotówki netto: 2,2 mld PLN vs. 2,6 mld PLN na koniec 2016 r. Biorąc pod uwagę, że w 2017 r. Budimex intensywnie inwestował gotówkę w rozwój działalności deweloperskiej (150 mln PLN), dokapitalizowanie spółki FB Serwis (50 mln PLN), rozbudowę parku maszynowego (80 mln PLN) oraz wypłacił o 170 mln PLN wyższą dywidendę niż w 2016 r., zaprezentowana pozycja gotówkowa jest pozytywnym zaskoczeniem. Wyższa od oczekiwań była również wartość backlogu: 10,3 mld PLN (+15% r/r). Pod względem nowych zamówień 4Q'17 był jednym z najlepszych (o ile nie najlepszym) kwartałem w historii spółki. Jedną z przyczyn było podpisywanie kontraktów infrastrukturalnych, w których BDX złożył najkorzystniejszą ofertę we wcześniejszych kwartałach. Podsumowując, wstępne wyniki Budimeksu interpretujemy pod każdym względem pozytywnie. Podtrzymujemy nasze prognozy na lata '18-19 oraz nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Przychody	5 134	5 572	6 369	7 045	7 030
budownictwo	4 655	5 060	5 717	6 353	6 315
deweloperka	293	350	499	520	538
pozostałe	187	163	154	172	177
MBNS	9,6%	13,5%	12,7%	10,2%	9,9%
budownictwo	8,8%	12,8%	12,0%	9,5%	9,0%
deweloperka	22,3%	23,4%	20,5%	19,0%	20,0%
pozostałe	10,3%	12,7%	13,8%	10,0%	10,0%
Gotówka	2 413	2 715	2 056	1 613	1 410
Dług netto	-2 349	-2 633	-2 181	-1 738	-1 535
Dług netto / EBITDA	-7,5	-5,0	-3,5	-3,3	-3,1
WC netto	-2 468	-2 597	-2 171	-1 778	-1 595
WC netto / przychody	-48,1%	-46,6%	-34,1%	-25,2%	-22,7%
Kapitał własny	599	801	884	825	802
ROE	42,2%	58,5%	55,1%	46,8%	45,9%

Model DCF

(mln PLN)	17	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%

Cena bieżąca

202,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

246,00 PLN

+21,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	246,00 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			BDX PW	vs. WIG
Ticker	BDX PW	Zmiana 1M	-4,7%	+0,2%
ISIN	PLBUDMX00013	Zmiana YTD	-4,7%	+0,2%
Liczba akcji (mln)	25,5	Średni obrót 1M		1,7 mln PLN
MC (mln PLN)	5 157,1	Średni obrót 6M		2,4 mln PLN
EV (mln PLN)	2 976,8	EV/EBITDA 12M fwd	6,2	-23,4%
Free float	30,3%	EV/EBITDA 5Y avg	8,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Przychody	5 134	5 572	6 369	7 045	7 030
EBITDA	315	531	624	529	499
marża EBITDA	6,1%	9,5%	9,8%	7,5%	7,1%
EBIT	292	505	588	493	464
Zysk netto	236	410	464	397	373
P/E	21,9	12,6	11,1	13,0	13,8
P/BV	8,6	6,4	5,8	6,3	6,4
EV/EBITDA	8,9	4,8	4,8	6,9	7,7
DPS	6,11	8,14	14,99	17,27	15,54
DYield	3,0%	4,0%	7,4%	8,6%	7,7%
Zmiana prognoz		2017	2018P	2019P	
Przychody		+3,3%	0,0%	0,0%	
MBNS		-0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
EBITDA		+3,6%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		+3,2%	0,0%	0,0%	

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
CF operacyjny	699	612	154	197	232
Amortyzacja	22	26	36	36	34
Kapitał obrotowy	602	155	-428	-241	-183
CF inwestycyjny	-70	-49	-307	-29	-31
CAPEX	-47	-42	-28	-29	-31
CF finansowy	-172	-223	-396	-446	-404
Dywidenda	-156	-208	-383	-441	-397

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17	18P	19P	17	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 (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Elektrobudowa zakończyła 2017 r. mocnym akcentem. ZN w 4Q'17 wyniósł 31 mln PLN, 94% powyżej konsensusu i 132% powyżej naszej prognozy. W całym roku spółka osiągnęła 61 mln PLN zysk netto (najlepszy rok w historii). Powyższe wyniki mocno wspierają naszą pozytywną rekomendację. Jako że spółka opublikowała dopiero wstępną informację i przychodach i ZN oraz nie pozostawiła do nich żadnego komentarza, do czasu publikacji pełnych danych wstrzymujemy się z aktualizacją naszych prognoz na lata 2018-2019. W kontekście wyników 4Q'17 oraz opublikowanej w lutym prognozy ZN'18, wyglądają one jednak dość konserwatywnie. Prognozowane przez Zarząd przychody jak i skonsolidowany ZN'18 jest wyższy od naszego szacunku o 11% oraz wyższy od konsensusu o 17%. Jednym z największych czynników ryzyka w kontekście 2018 i 2019 r. pozostaje portfel zamówień. W tym obszarze spółka osiągnęła pewne sukcesy. W 4Q'17 w oparciu o małe kontrakty (poniżej progu raportowania) spółka pozyskała zamówienia o wartości 273 mln PLN vs. 49 mln PLN w 4Q'16. W lutym Elektrobudowa podpisała nową umowę z Orlenem o wartości 39 mln PLN. Jest to największy kontrakt spółki od kwietnia ubiegłego roku. W 2018 r. Zarząd zakłada podpisanie umów o wartości ok. 1,0 mld PLN. Historycznie jedynie w dwóch latach wartość zamówień Elbudowy przekraczała powyższą kwotę (w 2011 oraz 2013 roku). Optymistyczne założenia zarządu mogą świadczyć o tym, że spółka widzi na horyzoncie więcej znaczących ofert. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

88,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

113,00 PLN

+28,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	113,00 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			ELB PW	vs. WIG
Ticker	ELB PW	Zmiana 1M	+13,5%	+18,5%
ISIN	PLELTBD00017	Zmiana YTD	+13,5%	+18,5%
Liczba akcji (mln)	4,7	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	417,8	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	311,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,9	-24,0%
Free float	34,9%	EV/EBITDA 5Y avg	6,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 242,8	971,5	945,2	855,5	827,7
EBITDA	77,7	75,2	87,2	62,9	55,2
marża EBITDA	6,3%	7,7%	9,2%	7,4%	6,7%
EBIT	63,1	61,8	72,9	48,2	40,3
Zysk netto	50,2	55,1	61,0	40,8	34,5
P/E	8,3	7,6	6,9	10,2	12,1
P/BV	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1
EV/EBITDA	4,6	4,2	3,6	5,1	5,7
DPS	0,00	4,00	10,00	8,00	7,00
DYield	0,0%	4,5%	11,4%	9,1%	8,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			+10,8%	0,0%	0,0%
MBNS			+1,3 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBITDA			+31,1%	0,0%	0,0%
Zysk netto			+40,5%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 243	971	945	855	828
realizacja projektów	1 007	772	742	656	624
produkcja	194	155	162	155	158
pozostałe	42	44	42	44	46
Marża EBIT	5,1%	6,4%	7,7%	5,6%	4,9%
realizacja projektów	4,1%	8,6%	8,6%	6,0%	5,0%
produkcja	9,7%	-6,1%	3,6%	4,0%	4,0%
pozostałe	6,8%	10,8%	7,2%	5,9%	6,0%
Gotówka	106	137	107	97	103
Dług netto	-60	-102	-107	-97	-103
Dług netto / EBITDA	-0,8	-1,4	-1,2	-1,5	-1,9
WC netto	152	204	171	162	155
WC netto / przychody	12,2%	21,0%	18,1%	18,9%	18,7%
Kapitał własny	387	423	411	396	398
ROE	13,8%	13,6%	14,6%	10,3%	8,7%

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%

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%

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 (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

W lutym Erbud nabył za 8,5 mln EUR 100% akcji w spółce IVT Weiner + Reimann GmbH, dostawcy usług dla przemysłu, działającej w rejonie Renu-Ruhry. Spółka IVT posiada gotówkę netto na poziomie ok. 4 mln EUR, generuje przychody w wysokości ok. 23 mln EUR przy marży EBITDA 8-9% oraz marży netto 3-4%. Na terenie Polski Erbud już od kilku lat rozwija segment usług serwisowych dla przemysłu, a akwizycją IVT rozszerza zasięg geograficzny w tym obszarze. Uważamy, że cena zakupu niemieckiej spółki jest atrakcyjna. Przejęcie miało miejsce przy mnożniku P/E'17=9,4x oraz EV/EBITDA'17 około 2,5x. Uważamy, że transakcja, finansowana częściowo długiem, nie powinna wpłynąć na zdolność Erbudu do wypłaty dywidendy. W najbliższych dwóch latach podtrzymujemy Div Payout na poziomie 50%, co przekłada się na DYield w wysokości 5-6%. W bieżącym przeglądzie aktualizujemy prognozy finansowe dla Erbudu, uwzględniając dodatkowe przychody związane z akwizycją IVT. Jednocześnie obniżamy o około 5% prognozę przychodów segmentu kubaturowego (Zarząd nie zamierza zwiększać skali działalności w tym obszarze w Polsce). Stopniowa zmiana struktury przychodów Erbudu w stronę zwiększenia udziału usług serwisowych kosztem działalności stricte budowlanej powinna w długim okresie przełożyć się na wzrost rentowności Erbudu. W naszych prognozach konserwatywnie nie zakładamy wzrostu rentowności. W przyszłości. Podtrzymujemy rekomendację kupuj i podwyższamy cenę docelową dla akcji Erbudu o 2,5% do 29,4 PLN.

Cena bieżąca

21,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

29,40 PLN

+38,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	29,40 PLN	2018-03-05
poprzednia	kupuj	28,70 PLN	2017-12-15
Podstawowe dane			
	ERB PW	Zmiana 1M	+5,2% +10,2%
Ticker	PLERBUD00012	Zmiana YTD	+5,2% +10,2%
Liczba akcji (mln)	12,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	272,9	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	200,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,0 -27,2%
Free float	15,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,4 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 763,3	1 789,8	1 822,2	1 920,9	1 966,8
EBITDA	62,1	56,7	51,5	55,5	56,5
marża EBITDA	3,5%	3,2%	2,8%	2,9%	2,9%
EBIT	51,5	45,8	41,1	44,6	45,2
Zysk netto	27,8	1,8	26,1	29,3	29,7
P/E	9,8	152,4	10,4	9,3	9,2
P/BV	0,9	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	3,4	2,3	3,9	4,4	4,1
DPS	0,51	1,68	1,18	1,02	1,14
DYield	2,4%	7,9%	5,5%	4,8%	5,4%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	+1,7%	+1,7%
MBNS			0,0 p.p.	+0,2 p.p.	+0,2 p.p.
EBITDA			0,0%	+6,4%	+6,4%
Zysk netto			0,0%	+4,9%	+3,9%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 763	1 790	1 822	1 954	2 000
budownictwo ogólne	1 131	1 424	1 468	1 479	1 508
inżynieryjno-drogowy	331	142	125	128	130
energetyczny	254	215	229	252	264
Marża EBIT	2,9%	2,6%	2,3%	2,4%	2,4%
budownictwo ogólne	2,9%	2,6%	2,2%	2,0%	2,0%
inżynieryjno-drogowy	3,0%	4,6%	4,2%	3,3%	3,3%
energetyczny	-0,4%	1,1%	1,6%	2,5%	2,7%
Gotówka	254	257	245	165	167
Dług netto	-82	-153	-81	-2	-14
Dług netto / EBITDA	-1,3	-2,7	-1,6	0,0	-0,2
WC netto	126	38	105	166	170
WC netto / przychody	7,2%	2,1%	5,8%	8,5%	8,5%
Kapitał własny	299	252	279	297	313
ROE	9,7%	0,7%	9,8%	10,7%	10,1%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Przychody	1 822	1 954	2 000	1 979	2 008	2 048	2 089	2 131	2 173	2 217	2 261
EBITDA	51	59	60	54	54	55	56	57	58	59	60
marża EBITDA	2,8%	3,0%	3,0%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Amortyzacja	10	12	13	13	13	14	14	14	14	14	15
EBIT	41	47	48	41	41	42	42	43	44	45	46
Podatek	9	10	10	9	9	9	9	10	10	10	10
NOPLAT	32	37	37	32	32	33	33	34	34	35	36
CAPEX	-15	-49	-14	-14	-15	-14	-14	-15	-15	-15	-15
Kapitał obrotowy	-46	-61	-4	-9	-14	-9	-4	-4	-4	-4	-4
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-20	-61	32	22	17	22	28	29	29	31	31
PV FCF	-20	-57	27	17	12	15	18	17	16	15	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	19	75	-18	-11	47
Amortyzacja	11	11	10	12	13
Kapitał obrotowy	-20	14	-46	-61	-4
CF inwestycyjny	-9	24	-15	-49	-14
CAPEX	-8	-4	-6	-13	-14
CF finansowy	36	-64	21	-19	-32
Dywidenda	-7	-22	-15	-13	-15

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	9,1	2,9	2,6	3,7	3,4	3,1
Maksimum	1422,4	18,0	16,5	18,7	9,7	8,6
Mediana	14,4	12,2	10,4	7,2	5,7	5,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	293
Dług netto	-138
Inne korekty	-90
Wycena DCF na akcję (PLN)	26,60

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	28,60
DCF	50%	26,60
cena wynikowa		27,60
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		29,40

Unibep kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Zgodnie z wstępną informacją o wynikach, Unibep wypracował w 2017 r. 1.637 mln PLN przychodów ze sprzedaży oraz 25,4 mln PLN skonsolidowanego zysku netto. Tym samym wyniki Unibepu były na przychodach wyższe od naszych wcześniejszych szacunków o 4%, natomiast na ZN o 4% niższe. Na pogorszenie skonsolidowanego wyniku r/r wpływ miało zdarzenie jednorazowe związane ze sprawą sporną na rynku norweskim oraz wzrostu cen materiałów i usług budowlanych, negatywnie wpływający na marżę segmentu budowlanego. Szacujemy, że ZN'17 oczyszczony o koszty przegranej sprawy sądowej w Norwegii wyniósł ok. 40 mln PLN. Tym samym operacyjnie miniony rok był najlepszym w historii spółki, pomimo obniżonej rentowności w budowlance. Powyższe zjawisko obrazuje, jak istotne dla działalności Unibepu są segmenty deweloperski oraz domów modułowych, które są w stanie uzupełnić utratę zysku w podstawowym biznesie. Nie zmieniamy naszych oczekiwań na 2018 r. Spodziewamy się, że oczyszczony zysk będzie niższy w ujęciu r/r o około 25% w związku z obniżoną rentownością działalności budowlanej. Jednocześnie uważamy, że tegoroczne wyniki nie będą odzwierciedlały długoterminowego potencjału spółki, który jest znacznie większy. W trakcie 2018 r. spodziewalibyśmy się stopniowej poprawy sentymentu do spółki. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

8,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

10,80 PLN

+31,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	10,80 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			UNI PW	vs. WIG
Ticker	UNI PW	Zmiana 1M	-17,3%	-12,4%
ISIN	PLUNBEP00015	Zmiana YTD	-17,3%	-12,4%
Liczba akcji (mln)	35,1	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	287,6	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	301,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	-28,8%
Free float	27,7%	EV/EBITDA 5Y avg	7,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Przychody	1 242,9	1 249,2	1 637,0	1 606,7	1 621,1
EBITDA	31,3	41,8	33,5	47,1	57,6
marża EBITDA	2,5%	3,3%	2,0%	2,9%	3,6%
EBIT	23,5	33,3	23,8	38,3	48,7
Zysk netto	23,6	31,6	25,4	31,0	36,9
P/E	12,2	9,1	11,3	9,3	7,8
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	7,6	7,1	9,0	6,5	5,1
DPS	0,15	0,17	0,19	0,25	0,31
DYield	1,8%	2,1%	2,4%	3,0%	3,8%
Zmiana prognoz			2017	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	2017	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)	17	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	2017	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		
	17	18P	19P	17	18P	19P
Minimum	7,5	2,4	2,1	3,6	3,6	2,2
Maksimum	26,1	19,8	18,3	77,0	9,3	8,8
Mediana	13,8	11,4	9,9	5,9	5,5	5,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Deweloperzy

Atal

akumuluj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Kurs Atalu pozostawał w pierwszych miesiącach 2018 r. w trendzie bocznym. Z samej spółki nie płynęły w ostatnim czasie informacje, które mogłyby wpłynąć na wycenę. W połowie lutego Zarząd podał informację o dokładnej liczbie przekazanych w 4Q lokali, która była zbliżona do naszych szacunków. Zgodnie z przewidywaniami, Atal nie rozliczył w 2017 r. 2500-2700 lokali, jak szacował w 05'18 Zarząd. Ostateczna liczba przekazania była o około 200 szt. niższa. Prognozujemy, że powyższa liczby była jednak wystarczająca, by zrealizować prognozę Zarządu odnośnie osiągniętego zysku netto (175-190 mln PLN). Lokale, których spółka nie zdążyła rozliczyć w 2017 r. zasilą wyniki bieżącego roku. Z optymizmem patrzymy na nasze prognozy '18-19. Przypominamy, że obecny potencjał Atalu, mierzony liczbą sprzedawanych w skali roku mieszkań, wynosi ok. 2800 lokali, stąd przestrzeń do poprawy wyników finansowych w najbliższych latach. Atal utrzymuje niskie wskaźniki zadłużenia, mimo że miniony rok był dla spółki rekordowy pod względem zakupów ziemi. Po 9 miesiącach Atal wydał na ten cel 185 mln PLN, płacąc za PUM średnio 771 PLN. 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. Nie zmieniamy rekomendacji akumuluj.

Cena bieżąca

43,50 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

49,20 PLN

+13,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	49,20 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	+1,9%	+6,8%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+1,9%	+6,8%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 684,1	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 916,7	EV/EBITDA 12M fwd	8,0	-3,3%
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	35,6	18,8	9,4	8,8	9,1
P/BV	2,7	2,4	2,1	2,0	2,0
EV/EBITDA	44,9	17,2	8,2	7,8	8,3
DPS	0,00	0,61	1,70	4,30	4,52
DYield	0,0%	1,4%	3,9%	9,9%	10,4%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przekazane lokale (szt.)	628	1 404	2 287	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. wias.	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 (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Luty był nieco słabszy pod względem zachowania kursu akcji Capital Park, niemniej kurs akcji wciąż znajduje się w przedziale wahań 5,5-6,0 PLN. Ze strony spółki nie płynęły żadne cenotwórcze informacje, stąd spadek kursu (znacznie silniejszy niż spadek indeksu) można tłumaczyć globalnym negatywnym sentymentem do spółek nieruchomościowych, który jest widoczny na początku roku. Przypominamy, że 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 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 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 40% 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. 15%. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

5,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,42 PLN

+55,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	8,42 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			CPG PW	vs. WIG
Ticker	CPG PW	Zmiana 1M	-6,7%	-1,8%
ISIN	PLCPPRK00037	Zmiana YTD	-6,7%	-1,8%
Liczba akcji (mln)	106,5	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	575,0	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 812,0	EV/EBITDA 12M fwd	18,6	-26,4%
Free float	19,1%	EV/EBITDA 5Y avg	25,2	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	12,9	19,2	-	10,7	8,8
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	15,2	13,9	-	17,4	16,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,8%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
FFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
BPS			0,0%	0,0%	0,0%
EUR/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NOI	56	81	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. wias.	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 (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

W lutym Dom Development zawarł z Budimeksem umowę na budowę osiedla Marina Mokotów II. Spółka zamierza wybudować cały projekt w dwóch etapach, których budowa zakończy się w 4Q'19 oraz 2Q'20. Łączne wynagrodzenie generalnego wykonawcy wynosi 238 mln PLN. Nasze prognozy dla Dom Development zakładają ukończenie w ramach MM II 180 lokali w 2019 r., 360 lokali w 2020 r. oraz 213 w 2021 r. Nie znamy informacji nt. łącznego PUM inwestycji, niemniej szacujemy, że koszt budowy w przeliczeniu na pum wyniesie ok. 4500 PLN. Łączną wartość projektu szacujemy na ok. 460 mln PLN, a łączną marżę na ok. 130 mln PLN (28%). Szybszy harmonogram prac na powyższej inwestycji wspiera nasze prognozy na lata '19-20. Tradycyjnie, Dom Development będzie pierwszym deweloperem mieszkaniowym raportującym wyniki za 4Q'17. Konferencja wynikowa odbędzie się 7 marca. Nie spodziewamy się, by Dom Development zaskoczył samymi wynikami za 4Q'17, niemniej spodziewamy się optymistycznego komentarza nt. perspektyw spółki na 2018 rok, który potwierdzi nasze prognozy finansowe. Rekomendujemy kupno akcji Dom Development.

Cena bieżąca

85,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

103,00 PLN

+21,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	103,00 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane		DOM PW	vs. WIG
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	-0,6% +4,4%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	-0,6% +4,4%
Liczba akcji (mln)	24,9	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	2 113,8	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	2 230,5	EV/EBITDA 12M fwd	7,0 -38,9%
Free float	24,5%	EV/EBITDA 5Y avg	11,5 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	26,1	16,8	11,1	8,8	9,0
P/BV	2,4	2,3	2,1	2,0	2,0
EV/EBITDA	21,1	12,6	9,2	7,2	7,4
DPS	2,25	3,25	5,05	7,66	9,67
DYield	2,6%	3,8%	5,9%	9,0%	11,4%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
MBNS		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Przekazane lokale		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przekazane lokale (szt.)	2 062	2 482	2 929	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. włas.	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 (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Kurs akcji Echo wzrósł od początku roku o około 12%, osiągając jedną z najwyższych stóp zwrotu w sektorze. Mimo wzrostu Echo pozostaje jedną z najtańszych spółek w sektorze. W minionym roku 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 biurów 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. Rekomendujemy kupno akcji Echo Investment.

Cena bieżąca

5,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,31 PLN

+23,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	6,31 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			ECH PW	vs. WIG
Ticker	ECH PW	Zmiana 1M	+12,1%	+17,1%
ISIN	PLECHPS00019	Zmiana YTD	+12,1%	+17,1%
Liczba akcji (mln)	412,7	Średni obrót 1M		0,6 mln PLN
MC (mln PLN)	2 104,7	Średni obrót 6M		0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	3 179,2	EV/EBITDA 12M fwd	13,6	-14,8%
Free float	14,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,9	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	6,9	6,9	6,4
P/BV	0,6	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	5,8	4,0	12,5	8,3	8,5
DPS	0,00	5,96	0,66	0,50	0,51
DYield	0,0%	116,9%	12,9%	9,8%	10,1%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
Rewaluacja			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

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

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%

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%

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 akumuluj (podwyższona)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Presja na kurs GTC w lutym mogła wynikać z szerszego trendu osłabienia sentymentu do spółek nieruchomościowych na świecie. Rosnące rentowności obligacji na przełomie 2017 i 2018 r. wpłynęły na spadek wycen REITów. Na warszawskim parkiecie najślabszymi spółkami nieruchomościowymi w minionym miesiącu były GTC, LC Corp i Capital Park, a więc podmioty posiadające największe portfele nieruchomości na wynajem. Z uwagi na mnogość tanich deweloperów mieszkaniowych, GTC nie należy do naszych top-picków w ramach sektora. Niemniej jednak spadek kursu do poziomu ok. 1,0xNAV, w połączeniu z bogatym programem inwestycyjnym dewelopera oraz oczekiwanymi dobrymi wynikami za 4Q'17 skłania nas do podniesienia rekomendacji. Przypominamy, że w 2017 r. 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. Popyt na powierzchnię biurową w stolicach CEE powinien pozostać wysoki, co zwiększa szanse na sprawną realizację inwestycji. Nasza cena docelowa dla akcji GTC implikuje 12% potencjał wzrostu kursu. W związku z powyższym rekomendujemy akumulowanie akcji GTC (poprzednia: „trzymaj”).

Cena bieżąca

8,64 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9,70 PLN

+12,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	9,70 PLN	2018-03-05	
poprzednia	trzymaj	9,70 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane			GTC PW	vs. WIG
Ticker	GTC PW	Zmiana 1M	-11,8%	-6,9%
ISIN	PLGTC0000037	Zmiana YTD	-11,8%	-6,9%
Liczba akcji (mln)	470,3	Średni obrót 1M	1,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 063,4	Średni obrót 6M	1,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 635,6	EV/EBITDA 12M fwd	14,3	-4,1%
Free float	21,9%	EV/EBITDA 5Y avg	14,9	dyskonto

Prognozy 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	21,0	6,0	6,6	10,6	9,2
P/BV	1,5	1,2	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	16,2	10,9	8,9	14,7	13,8
DPS	0,00	0,00	0,07	0,07	0,08
DYield	0,0%	0,0%	3,2%	3,5%	4,1%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
NOI			0,0%	0,0%	0,0%
FFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
BPS			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln EUR)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NOI	79	86	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 (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Po bardzo udanym styczniu, w lutym LC Corp był pod względem zachowania kursu jedną z najsłabszych spółek w sektorze. Nie dostrzegamy fundamentalnych przyczyn tak silnej przeceny. Nie wykluczone, że jest ona związana z obawami rynku o wyniki 4Q'17. Na tle sektora zyski LC Corp rzeczywiście mogą wyglądać blado w 4Q, niemniej przyczyny tego zjawiska powinny być dobrze znane (niska liczba przekazania, spadek kursu EUR/PLN). LC Corp zapewne nie uniknie odpisu wartości Arkad Wrocławskich, które od kilku miesięcy doświadczają silnej konkurencji ze strony Galerii Wroclavia. Utrata wartości obiektu powinna być zrekompensowana dodatnią wyceną realizowanego we Wrocławiu projektu biurowego. W naszej ocenie LC Corp jest jedną z najtańszych spółek w sektorze. Bardziej niż o wyniki 4Q obawiamy się o nowe grunty, których LC Corp potrzebuje, by zabezpieczyć ofertę po 2018 r. Przypominamy, że w grudniu ub.r. LC Corp ustanowił politykę dywidendową, która implikuje DYield w wysokości ok. 10% w latach 2018-2019. Tym samym LC Corp dołączył do grona spółek o najwyższym stopie dywidendy w branży. Rekomendujemy kupno akcji LC Corp.

Cena bieżąca

2,79 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,74 PLN

+34,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	3,74 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			LCC PW	vs. WIG
Ticker	LCC PW	Zmiana 1M	+1,5%	+6,4%
ISIN	PLCCRP00017	Zmiana YTD	+1,5%	+6,4%
Liczba akcji (mln)	447,6	Średni obrót 1M	1,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 248,7	Średni obrót 6M	2,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 007,1	P/E 12M fwd	6,4	-36,6%
Free float	41,3%	P/E 5Y avg	10,1	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	11,5	11,0	11,5	6,8	5,9
P/E koryg.	14,0	10,3	7,8	7,0	1,4
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
DPS	0,00	0,18	0,07	0,27	0,30
DYield	0,0%	6,5%	2,5%	9,6%	10,7%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT korygowany			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto korygowany			0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przekazane lokale (szt.)	1 108	1 393	1 801	2 137	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

Handel

AmRest
trzymaj (bez zmian)

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). Wyniki za 4Q'17 zostaną opublikowane 8 marca 2018. Oczekujemy, że 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). Pod koniec lutego spółka poinformowała o podpisaniu umowy wspólników z LPQ Russia na rozwijanie placówek typu „bakery” na rynku rosyjskim (oczekujemy neutralnego wpływu na wycenę w średnim terminie). Zgodnie z naszymi prognozami spółka oferuje wzrost EBITDA w tempie 20,6% CAGR w latach 2017-21.

Cena bieżąca

413,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

407,00 PLN

-1,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	407,00 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	+0,9%	+5,8%
ISIN	NL0000474351	Zmiana YTD	+0,9%	+5,8%
Liczba akcji (mln)	21,2	Średni obrót 1M		3,6 mln PLN
MC (mln PLN)	8 771,9	Średni obrót 6M		3,2 mln PLN
EV (mln PLN)	10 204,4	EV/EBITDA 12M fwd	12,3	+26,4%
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	54,8	46,0	49,4	39,3	29,9
P/BV	8,5	6,7	6,5	5,5	4,7
EV/EBITDA	23,0	18,2	16,7	13,3	10,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż/rest.			0,0%	0,0%	0,0%
marża EBITDA			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Liczba rest.			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA (PL)	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 kupuj (podwyższona)

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 założeń z programu motywacyjnego). Tempo poprawy sprzedaży w I-II'17 było niskie (+8,9% r/r w I-II'18 oraz spadek sprzedaży detalicznej o 27% w II'18), co zwiększa ryzyko pozostania spółki z wysokim zapasem po sezonie jesień-zima'17. 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). Rewidujemy nasze założenia dotyczące poprawy efektywności sprzedaży spółki w latach 2018-19, jednocześnie nieznacznie obniżamy nasz szacunek kosztów SG&A/mkw. W efekcie oczekujemy EBITDA'18/19 na poziomie odpowiednio 665,5/890,4 mln PLN. Uwzględniając istotną korektę kursu spółki podwyższamy naszą rekomendację z trzymaj do kupuj.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Sprzedaż (stacjoname)	2 310	2 902	3 587	4 350	5 187
EBITDA (stacjoname)	324	393	427	491	593
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%	52,1%	51,4%
Przepływy oper.	325	175	219	264	429
Amortyzacja	67	70	98	115	127
Kapitał obrotowy	-20	-273	-252	-277	-320
Przepływy inw.	-156	-371	-209	-199	-207
CAPEX	157	391	221	199	207
Przepływy fin.	9	5	269	-208	-171
Dywidenda/buyback	115	86	159	58	77
FCF	177	-287	-57	-47	14
FCF/EBITDA	55%	-65%	-11%	-7%	2%
CFO/EBITDA	101%	39%	41%	40%	48%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Sprzedaż det/mkw.	654	669	679	695	705	706	703	700	696	713	748
SG&A/mkw.	258	275	276	281	285	292	295	295	292	298	313
Powierzchnia	495	589	685	783	882	971	1 066	1 168	1 281	1 309	1 338
Przychody	3 587	4 350	5 187	6 119	7 047	7 854	8 589	9 384	10 232	11 073	11 405
EBITDA	428	491	593	735	859	996	1 104	1 194	1 283	1 370	1 405
marża EBITDA	11,9%	11,3%	11,4%	12,0%	12,2%	12,7%	12,9%	12,7%	12,5%	12,4%	12,3%
EBIT	332	379	469	599	709	738	750	821	933	1 035	1 066
Podatek	63	72	89	114	135	162	165	181	205	228	235
CAPEX	218	196	204	232	262	1 364	884	347	115	339	339
Kapitał obrotowy	207	273	289	383	433	348	290	304	324	331	331
FCF	-57	-47	14	9	32	-875	-231	366	643	477	491
PV FCF	-58	-43	12	7	23	-577	-140	203	328	223	
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%

Cena bieżąca	243,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	286,00 PLN	+17,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	286,00 PLN	2018-03-05	
poprzednia	trzymaj	295,00 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane			CCC PW	vs. WIG
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	-14,7%	-9,8%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-14,7%	-9,8%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	16,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 993,9	Średni obrót 6M	23,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 326,0	EV/EBITDA 12M fwd	14,1	-10,8%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	2 307	3 185	4 193	5 441	7 043
EBITDA	324	443	529	666	890
marża EBITDA	14,0%	13,9%	12,6%	12,2%	12,6%
EBIT	257	374	432	550	763
Zysk netto	259	306	305	407	602
P/E	36,0	31,0	32,8	24,6	16,6
P/BV	8,3	8,1	6,1	5,0	4,0
EV/EBITDA	30,0	23,0	19,5	15,5	11,5
DPS	3,00	2,19	3,87	1,40	1,87
DYield	1,2%	0,9%	1,6%	0,6%	0,8%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	-9,5%	-8,3%
Zysk netto			0,0%	-12,5%	-9,7%
MBNS			0,0 p.p.	-0,1 p.p.	-0,1 p.p.
Sprzedaż det/mkw.			0,0%	-2,9%	-3,4%
SG&A/mkw.			0,0%	0,0%	-0,9%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Polska (sprzedaż/mkw.)	669	700	746	741	752
CEE (sprzedaż/mkw.)	493	514	523	509	518
WE (sprzedaż/mkw.)	418	409	455	480	527
eobuwie.pl (% sprzedaży)		9,0%	14,5%	20,1%	26,3%
Środki pieniężne	341	142	975	832	882
Dług netto	378	656	269	281	156
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	1,5	0,5	0,4	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	9,6	11,2	10,0	4,1	5,0	5,1
Maksimum	35,9	38,1	24,8	19,8	20,1	17,8
Mediana	26,4	22,1	18,1	12,0	11,2	9,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdyskontowana wartość FCF	3 804
Dług netto	772
Inne korekty	7 065
Wycena DCF na akcję (PLN)	245,53

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	290,57
DCF	50%	245,53
Cena wynikowa		268,05
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		286,00

Dino kupuj (bez zmian)

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.

Cena bieżąca

83,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

95,40 PLN

+14,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	95,40 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			DNP PW	vs. WIG
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+5,3%	+10,3%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+5,3%	+10,3%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	13,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 137,3	Średni obrót 6M	22,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 717,9	EV/EBITDA 12M fwd	17,0	+10,0%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	15,4	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	66,6	53,8	38,8	27,4	21,1
P/BV	15,3	11,9	9,0	6,8	5,1
EV/EBITDA	40,7	30,7	22,9	17,0	13,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Liczba sklepów			0,0%	0,0%	0,0%
sprzedaż/mkw			0,0%	0,0%	0,0%
marża EBITDA			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Liczba sklepów	511	628	775	953	1 153
Powierzchnia	192	238	295	363	441
Średnia powierzchnia skl.	376	380	380	381	382
MBNS	22,6%	22,9%	23,0%	23,0%	23,1%
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%

Wskaźniki

(dni)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Cykl konw. zapasów	38,6	38,8	38,9	38,3	37,6
Cykl konw. należności	3,1	3,6	1,6	1,6	1,6
Cykl konw. zobowiązań	78,1	80,7	80,7	81,7	82,7
Cykl konw. gotówki	-36,5	-38,2	-40,2	-41,8	-43,5
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%

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	16,4%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
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%

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 4Q'17, które były istotnie poniżej oczekiwań rynkowych. Największe rozczarowanie stanowiły wyniki segmentu C&C, gdzie pogorszenie warunków w handlu alkoholami i produktami impulsowymi uległy pogorszeniu (spółka negocjuje warunki umów, co powinno przynieść normalizację rentowności w 2018 roku). W 2017 roku spółka zamknęła 10 hurtowni C&C (większość z planu restrukturyzacji segmentu). Spółka prowadzi kontynuację planu optymalizacji kosztowej zakładającej 150 mln oszczędności (70 mln PLN zrealizowane w 2017 roku). Uzyskane oszczędności w 2018 roku powinny przewyższyć presję kosztową z tytułu wzrostu wynagrodzeń w 2018 roku. Jednocześnie oczekujemy zmniejszenia straty generowanej przez segment Nowe Projekty (o około 10 mln PLN r/r) oraz brak zdarzeń jednorazowych (25 mln PLN kosztów w 2017 roku). Powyższe w połączeniu z organicznym wzrostem wyniku w segmencie hurtu zintegrowanego i w detalu (wzrost Ifl), powinno pozwolić spółce na poprawę EBITDA'18 do 429 mln PLN (+18,1% r/r). Spółka opublikowała zaktualizowaną strategię dotyczącą rozwoju segmentu detalicznego, gdzie sieć ma się powiększyć o 900 placówek do 2500 sklepów na koniec 2023 roku. Szacowana przez spółkę sprzedaż segmentu ma wynieść 10 mld PLN w 2023 roku, a marża segmentu na poziomie przynajmniej 6%, co dawałoby EBITDA na poziomie 600 mln PLN w 2023 roku. Uważamy, że optymalizacja kosztowa, normalizacja warunków handlowych, brak jednorazowych kosztów powinny przyczynić się do stopniowej poprawy wyników spółki w 2018 roku.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Hurt niezależny (S)	13 162	13 886	14 460	14 460	14 171
Hurt zintegrowany (S)	7 487	7 766	8 065	8 404	8 572
Detal (S)	556	976	2 273	2 500	3 240
Nowe projekty (S)	30,1	80,6	557,3	836,8	920,5
Nowe projekty (EBITDA)	-18	-41	-49	-37	-21
Przepływy oper.	978	325	494	500	482
Amortyzacja	151	166	183	182	188
Kapitał obrotowy	522	-99	247	119	63
Przepływy inw.	-153	-270	-336	-164	-165
CAPEX	-139	-136	-162	-164	-165
Przepływy fin.	-825	22	-117	-421	-24
Dywidenda/buyback	-111	-146	-111	17	-66
FCF	820	98	359	-199	290
FCF/EBITDA	172%	22%	146%	-46%	62%
CFO/EBITDA	206%	74%	200%	117%	102%

Model DCF

(mln PLN)	17	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Hurt niez. (EBITDA)	180	199	197	191	178	173	168	163	158	153	153
Hurt zint. (EBITDA)	274	303	317	324	334	344	354	364	375	387	387
Detal (EBITDA)	41	46	55	75	100	105	109	114	118	123	123
Przychody	23 271	25 772	26 954	27 544	28 129	28 778	29 472	30 215	31 012	31 480	31 952
EBITDA	246	429	472	517	541	549	557	566	575	585	571
marża EBITDA	1,06%	1,66%	1,75%	1,88%	1,92%	1,91%	1,89%	1,87%	1,86%	1,86%	1,79%
EBIT	45	230	266	310	333	341	348	356	364	373	378
Podatek	9	564	61	65	64	64	65	66	67	69	69
CAPEX	-162	-164	-165	-167	-169	-171	-173	-174	-176	-193	47
Kapitał obrotowy	-302	-117	-62	-39	-40	-43	-45	-48	-52	-39	1 349
FCF	359	-199	290	306	328	339	346	355	365	343	348
PV FCF	364	-187	252	245	243	232	219	208	197	172	
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%

Cena bieżąca

21,99 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

31,10 PLN

+41,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	31,10 PLN	2018-03-05	
poprzednia	kupuj	32,30 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane		EUR PW	vs. WIG	
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-16,9%	-12,0%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-16,9%	-12,0%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	17,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 060,2	Średni obrót 6M	22,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 493,4	EV/EBITDA 12M fwd	7,8	-33,0%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	11,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Przychody	20 318	21 206	23 271	25 772	26 954
EBITDA	476	440	246	429	472
marża EBITDA	2,3%	2,1%	1,1%	1,7%	1,8%
EBIT	325	274	63	247	284
Zysk netto	212	179	-33	133	172
P/E	14,4	17,0	-	23,1	17,8
P/BV	2,6	2,6	3,0	2,6	2,4
EV/EBITDA	6,9	7,8	14,2	7,5	6,4
DPS	0,80	1,05	0,80	-0,12	0,48
DYield	3,6%	4,8%	3,6%	-0,5%	2,2%
Zmiana prognoz			2017	2018P	2019P
EBITDA			-12,3%	-1,2%	-1,4%
Zysk netto			-	-4,1%	+0,3%
Hurt niezależny (EBITDA)			-6,8%	+12,6%	+12,5%
Hurt zintegrowany (EBITDA)			-8,4%	-8,2%	-8,0%
Detal (EBITDA)			+16,9%	+29,1%	+25,7%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Cykl konwersji zapasów	19,5	21,1	23,4	23,2	23,2
Cykl konwersji należności	27,5	30,1	26,4	26,2	26,0
Cykl konwersji zobowiązań	64,9	66,9	70,0	69,3	69,3
Cykl konwersji gotówki	-17,9	-15,8	-20,2	-19,9	-20,1
Narzut SG&A	8%	9%	10%	10%	10%
Dług netto	175	324	370	83	-109
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	0,7	1,5	0,2	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17	18P	19P	17	18P	19P
Minimum	14,0	12,6	9,7	6,3	5,3	5,2
Maksimum	69,0	40,0	23,8	10,5	9,6	8,8
Mediana	23,1	20,3	15,8	7,5	6,9	6,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,5%
Zdyskontowana wartość FCF	4 537
Dług netto	324
Inne korekty	69
Wycena DCF na akcję (PLN)	29,78

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	27,65
DCF	50%	29,78
Cena wynikowa		29,35
Koszt kapitału 9M		6,0%
Cena docelowa za 9M		31,10

Jeronimo Martins akumuluj (podwyższona)

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 pozwoliła na nieznaczne poprawienie rentowności w sieci w 4Q'17 r/r, pomimo wysokiej presji kosztowej. Niski poziom inflacji, rosnące koszty wynagrodzeń (wprowadzony program podwyżek płac w Pingo Doce) oraz wysoka konkurencja przekładają się na ograniczoną poprawę wyników biznesu portugalskiego w 4Q'17. Utrzymujące się koszty związane z rozwojem sieci Ara oraz Hebe (-85 mln EUR w 2017 roku) również stanowią obciążenie dla wyniku EBITDA Grupy, który został poprawiony o 7,7% r/r do 253 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 i Portugalii oraz rozwijaniem sieci Ara w Kolumbii (szacujemy nieznaczne zmniejszenie straty EBITDA związanej z nowymi biznesami do 78 mln EUR). W naszych założeniach uwzględniliśmy utrzymanie się planu nakładów inwestycyjnych na poziomie 700-750 mln EUR w średnim terminie oraz podwyższoną efektywną stopę podatkową na poziomie 27% w okresie prognozy. Oczekujemy kontynuacji dynamicznego wzrostu sieci Ara w 2018 roku, co powinno w długim terminie zagwarantować wzrost wyników spółki. Uwzględniając spadek kursu spółki podwyższamy naszą rekomendację z trzymaj do akumuluj.

Cena bieżąca

15,17 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

16,90 EUR

+11,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	16,90 EUR	2018-03-05	
poprzednia	trzymaj	16,90 EUR	2018-02-02	
Podstawowe dane		JMT PL	vs. WIG	
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-6,4%	-1,4%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	-6,4%	-1,4%
Liczba akcji (mln)	628,4	Średni obrót 1M	15,2 mln EUR	
MC (mln EUR)	9 530,2	Średni obrót 6M	12,6 mln EUR	
EV (mln EUR)	9 629,2	EV/EBITDA 12M fwd	9,3	-8,1%
Free float	38,8%	EV/EBITDA 5Y avg	10,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Przychody	13 728	14 622	16 276	17 972	19 282
EBITDA	801	862	920	1 072	1 174
marża EBITDA	5,8%	5,9%	5,7%	6,0%	6,1%
EBIT	486	536	577	696	756
Zysk netto	333	593	386	481	525
P/E	28,7	16,1	24,7	19,8	18,1
P/BV	7,1	5,5	5,4	4,6	4,1
EV/EBITDA	12,5	11,0	10,5	8,8	7,9
DPS	0,38	0,28	0,63	0,31	0,38
DYield	2,5%	1,9%	4,2%	2,0%	2,5%
Zmiana prognoz		2017	2018P	2019P	
EBITDA		-1,9%	+1,2%	+2,9%	
Zysk netto		-6,0%	-2,9%	-3,9%	
Biedronka (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Pingo Doce (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Recheio (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
EBITDA Biedronka	644	704	805	893	945
EBITDA Pingo Doce	187	192	193	197	198
EBITDA Recheio	44	47	50	51	53
EBITDA Pozostałe	-80	-79	-94	-69	-21
CCC w dniach	-68	-70	-67	-67	-67
Przepływy oper.	860	843	896	1 087	1 127
Amortyzacja	315	326	343	376	418
Kapitał obrotowy	225	180	145	230	183
Przepływy inw.	-393	-126	-660	-695	-710
CAPEX	-394	-433	-662	-695	-710
Przepływy fin.	-453	-504	-418	-243	-241
Dywidenda/buyback	237	177	396	193	241
FCF	512	515	249	420	444
FCF/EBITDA	64%	60%	27%	39%	38%
CFO/EBITDA	107%	98%	97%	101%	96%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
MBNS	21,4%	21,3%	21,2%	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	-159	-358	-535
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-0,5

Analiza porównawcza

		P/E		EV/EBITDA		
	17	18P	19P	17	18P	19P
Minimum	14,0	12,6	9,7	7,0	6,2	5,2
Maksimum	36,4	25,9	22,9	10,5	9,5	8,2
Mediana	21,3	16,5	14,0	8,0	7,2	6,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	17	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	19 282	20 297	21 199	21 902	22 535	23 115	23 608	24 014	24 435
EBITDA	920	1 072	1 174	1 254	1 340	1 382	1 437	1 464	1 483	1 502	1 520
marża EBITDA	5,7%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%	6,3%	6,4%	6,3%	6,3%	6,3%	6,2%
EBIT	577	696	756	800	871	904	951	973	991	1 006	1 023
Podatek	155	187	203	215	234	243	256	262	267	271	275
CAPEX	-662	-695	-710	-512	-460	-456	-452	-416	-381	-496	-496
Kapitał obrotowy	145	230	183	142	126	98	88	81	69	57	57
FCF	249	420	444	669	771	782	818	867	904	792	806
PV FCF	252	393	384	533	568	531	514	503	484	391	
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	10 152
Dług netto	-304
Inne korekty	253
Wycena DCF na akcję (PLN)	16,21

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	15,60
DCF	50%	16,21
cena wynikowa		15,91
koszt kapitału 9M		6,2%
cena docelowa za 9M		16,90

LPP akumuluj (podwyższona)

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 4,2p.p. r/r do 52,9% 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 (+14,6% do 298 PLN w 4Q'17), ze względu na zwiększanie zatrudnienia w centrali, jednostkowe koszty marketingu oraz wyższe koszty logistyki związane z rozwojem e-commerce. Oczekujemy, że pozytywne zmiany wprowadzone w kolekcjach poszczególnych marek spółki powinny dalej wpływać na wyniki sprzedaży kolekcji wiosna-lato'17. Jednocześnie uwzględniając niski koszt zakupu kolekcji (USDPLN był na poziomie niższym o 15-19% r/r), spółka powinna poprawić rentowność sprzedaży w 1H'17. Szacujemy wzrost przychodów o 18,9% 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 (spółka planuje zwiększyć obecność sklepów e-commerce z 10 krajów w 2017 roku do 16 krajów na koniec 2018 roku); iii) oraz 4,2% wzrostu efektywności sprzedaży/mkw. r/r. Zakładamy wzrost kosztów SG&A/mkw. o 8,8% r/r w 2018 roku (oczekiwana dalsza presja na koszty wynagrodzeń oraz rosnące koszty obsługi e-commerce). W naszych szacunkach uwzględniliśmy opublikowane przez spółkę wstępne szacunki wyników. Uwzględniając korektę kursu podnosimy naszą rekomendację z trzymaj do akumuluj.

Cena bieżąca

8 620,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9 500,00 PLN

+10,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	9 500,00 PLN	2018-03-05	
poprzednia	trzymaj	9 400,00 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane		LPP PW	vs. WIG	
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	-3,3%	+1,7%
ISIN	PLPP0000011	Zmiana YTD	-3,3%	+1,7%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M		19,2 mln PLN
MC (mln PLN)	15 967,9	Średni obrót 6M		21,8 mln PLN
EV (mln PLN)	15 740,3	EV/EBITDA 12M fwd	14,3	-4,6%
Free float	62,0%	EV/EBITDA 5Y avg	15,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Przychody	5 130	6 019	7 029	8 360	9 621
EBITDA	727	494	867	1 127	1 304
marża EBITDA	14,2%	8,2%	12,3%	13,5%	13,6%
EBIT	503	226	575	835	990
Zysk netto	352	175	443	681	811
P/E	44,3	90,5	36,0	23,5	19,7
P/BV	8,3	7,4	6,4	5,3	4,4
EV/EBITDA	22,3	32,3	18,2	13,7	11,5
DPS	32,04	32,66	35,71	72,47	111,25
DYield	0,4%	0,4%	0,4%	0,8%	1,3%
Zmiana prognoz			2017	2018P	2019P
EBITDA			-2,2%	+0,2%	+0,2%
Zysk netto			+2,5%	+0,1%	+0,1%
Sprzedaż det/mkw.			-0,1%	0,0%	0,0%
SG&A/mkw.			+0,3%	+0,0%	+0,0%
Powierzchnia			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017	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%	52,9%	54,4%	54,1%
Przepływy oper.	254	718	842	937	1 035
Amortyzacja	224	267	292	293	314
Kapitał obrotowy	-223	256	114	-37	-90
Przepływy inv.	-416	-181	-387	-463	-378
CAPEX	-491	-272	-416	-463	-378
Przepływy fin.	201	-394	-208	-162	-428
Dywidenda/buyback	58	60	66	133	204
FCF	-16	442	303	429	610
FCF/EBITDA	-2%	89%	35%	38%	47%
CFO/EBITDA	35%	145%	97%	83%	79%

Wskaźniki

(mln PLN)	2015	2016	2017	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	516	828	1 057
Dług netto	621	144	-227	-568	-1 021
Dług netto/EBITDA (x)	0,9	0,3	-0,3	-0,5	-0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17	18P	19P	17	18P	19P
Minimum	14,0	14,7	14,3	7,7	7,8	7,5
Maksimum	30,4	22,7	20,9	20,9	16,0	13,0
Mediana	24,1	22,6	18,3	13,7	13,2	12,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	17	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Sprzedaż det/mkw.	609	664	698	728	752	767	775	777	780	782	782
SG&A/mkw.	272	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	7 029	8 360	9 621	10 922	12 238	13 532	14 763	15 974	17 300	18 755	19 224
EBITDA	867	1 127	1 304	1 491	1 682	1 872	1 993	2 158	2 326	2 539	2 591
marża EBITDA	12,3%	13,5%	13,6%	13,7%	13,7%	13,8%	13,5%	13,5%	13,4%	13,5%	13,5%
EBIT	575	835	990	1 162	1 339	1 515	1 619	1 767	1 913	2 069	2 121
Podatek	120	159	188	221	254	288	308	336	363	393	403
CAPEX	-416	-463	-378	-387	-427	-444	-457	-491	-529	-470	-470
Kapitał obrotowy	29	77	128	130	123	121	115	113	124	136	139
FCF	303	429	610	754	879	1 020	1 114	1 218	1 309	1 540	1 579
PV FCF	289	377	495	563	605	647	651	657	650	705	
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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	17 693
Dług netto	144
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	9 500

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	6 600
DCF	50%	9 500
Cena wynikowa		8 920
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		9 500

TXM kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Pomimo rozwiązania problemów związanych z logistyką, w 3Q'17 spółka była zmuszona do przeprowadzania wyprzedaży na większą skalę, co negatywnie przełożyło się na wyniki spółki. Akcje promocyjne niekorzystnie wpłynęły na marżę brutto na sprzedaży, która zmniejszyła się o 5,1p.p. r/r do 35,2% w 3Q'17. Wzrost wynagrodzeń oraz płatności za czynsze (przenoszenie sklepów do droższych lokalizacji) przełożyło się na wzrost 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 istotną modyfikację oferty produktowej spółki. Uważamy, że problem ze spadkiem efektywności sprzedaży w spółce jest przejściowy, a TXM ma nadal atrakcyjne perspektywy wzrostu w średnim terminie.

Cena bieżąca

2,34 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,41 PLN

+131,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	5,41 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			TXM PW	vs. WIG
Ticker	TXM PW	Zmiana 1M	-2,5%	+2,5%
ISIN	PLTXM0000015	Zmiana YTD	-53,2%	-48,2%
Liczba akcji (mln)	33,4	Średni obrót 1M	0,01 mln PLN	
MC (mln PLN)	78,2	Średni obrót 6M	0,03 mln PLN	
EV (mln PLN)	94,8	EV/EBITDA 12M fwd	9,1	+51,3%
Free float	21,4%	EV/EBITDA 5Y avg	6,0	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	4,8	6,0	-	13,1	4,9
P/BV	1,9	1,2	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	3,9	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%	7,2%
Zmiana prognoz		2017P	2018P	2019P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Sprzedaż/mkw.		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
SG&A/mkw.		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Powierzchnia		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Polska (S)	310	340	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

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

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 (bez zmian)

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

Poziom notowania PBKM w ciągu ostatniego miesiąca spadły o 1,6%, co oznacza że PBKM był lepszy od szerokiego rynku o >8%. W obecnej chwili potencjał wzrostu kursu do naszej nowej ceny docelowej wynosi tylko 4,4%, 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 zarząd 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	72,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	76,00 PLN	+4,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	76,00 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			BKM PW	vs. WIG
Ticker	BKM PW	Zmiana 1M	+4,0%	+9,0%
ISIN	PLPBKM000012	Zmiana YTD	+4,0%	+9,0%
Liczba akcji (mln)	5,0	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	361,9	Średni obrót 6M		0,4 mln PLN
EV (mln PLN)	358,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,2	+2,9%
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	39,7	16,4	11,8	10,7	9,7
P/BV	9,0	6,5	4,6	3,6	3,0
EV/EBITDA	18,0	10,6	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		2017P	2018P	2019P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
CF operacyjny	11,4	14,0	19,7	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

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

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

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

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie 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 5 marca 2018 o godzinie 08:50.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 marca 2018 o godzinie 08:50.

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, Energoaparatura, 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/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: GetBack, Cognor Holding.

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

W związku z powyższym – w ocenie Domu Maklerskiego mBanku – Przegląd miesięczny nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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	Archicom, Atal, Dom Development, i2 Development, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, Polnord, 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, Voox 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, Tata Chemicals, Tessenderlo Chemie, Tronox, Wacker Chemie
Comarch	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Cyfrowy Polsat	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Swisscom, Talktalk Telecom, TDC, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpelcom, Vodafone Group
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, 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 Shenhui, Yanzhou Coal Mining, Banpu Public, LW Bogdanka, Shaanxi Heima, China Coal, Shougang Fushan Resources, Cokal, Teck Resources
Kernel	Astarta, Andersnons, ADM, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Impexmetal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
KGHM	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-Mcmoran, Grupo Mexico, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
LC Corp	Archicom, Atal, Dom Development, Echo Investment, GTC, i2 Development, JWC, Lokum Deweloper, Polnord, 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 Hizmet, Vimpelcom, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Swisscom, TDC, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, SSE, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Galp, Hellenic, Huntsman, Indorama, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Unipetrol, Westlake
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 Hizmet, 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, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmorin, West Fraser
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
data wydania	2018-02-01	2018-01-05	2017-03-16
cena docelowa (PLN)	109,00	90,00	90,00
kurs z dnia rekomendacji	85,50	78,10	71,97

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

Apator			
rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-02-28	2017-07-31	2017-04-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	24,00	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
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20	2017-04-27
cena docelowa (PLN)	44,00	44,80	44,80	44,00	44,80	48,79
kurs z dnia rekomendacji	45,62	44,47	47,00	44,54	47,23	54,70

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	kupuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	430,00	430,00	377,87	377,87	400,10	332,34
kurs z dnia rekomendacji	357,80	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	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	286,00	295,00	292,00	292,00	308,00	294,00
kurs z dnia rekomendacji	243,00	281,00	293,00	239,85	276,00	262,20

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	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27
cena docelowa (CZK)	506,40	532,50	548,60	512,33	512,33	468,78	453,01
kurs z dnia rekomendacji	495,00	530,00	490,70	481,30	441,30	416,00	399,00

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-03-24
cena docelowa (PLN)	85,87	90,13	79,54	77,07	82,00	82,00
kurs z dnia rekomendacji	55,90	61,25	65,16	62,73	69,69	81,00

Comarch

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-27	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	166,50	180,00	205,00	185,00	195,00	195,00	205,00
kurs z dnia rekomendacji	155,00	177,00	178,30	163,50	178,50	195,00	223,00

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2018-03-05	2018-01-31	2017-11-03	2017-08-29
cena docelowa (PLN)	24,90	25,70	24,40	24,40
kurs z dnia rekomendacji	22,80	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	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	12,11	12,98	12,82	12,82	14,59	15,23	12,60
kurs z dnia rekomendacji	10,36	11,07	12,19	11,89	14,80	15,25	13,14

Energia

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-21	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	14,71	15,20	14,97	14,81	14,49	13,50	13,20	10,71
kurs z dnia rekomendacji	10,11	12,21	12,60	12,09	13,40	13,64	11,65	10,87

Erbud

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2017-12-15	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	29,40	28,70	29,80	31,30	33,50	33,50
kurs z dnia rekomendacji	21,30	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	kupuj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	31,10	32,30	38,30	44,30	47,60
kurs z dnia rekomendacji	21,99	26,04	27,48	38,62	39,14

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01	2017-07-20
cena docelowa (PLN)	7,28	7,29	7,24	6,84	6,95
kurs z dnia rekomendacji	6,10	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	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-01	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	1,50	1,50	1,27	1,27
kurs z dnia rekomendacji	1,45	1,83	1,61	1,28

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	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-03-05	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)	67,13	73,42	73,64	78,52	80,77	69,60	74,30	74,30	74,30	73,90
kurs z dnia rekomendacji	56,55	72,00	74,40	71,30	79,80	68,90	72,08	63,30	67,50	63,01

GTC

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-08-02
cena docelowa (PLN)	9,70	9,70	10,00	9,59
kurs z dnia rekomendacji	8,64	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	akumuluj	trzymaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	212,00	212,00	152,39	152,39
kurs z dnia rekomendacji	198,00	220,00	203,00	171,00

Jeronimo Martins

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

JSW

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-03-05	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	120,71	122,30
kurs z dnia rekomendacji	92,80	101,00

JWC

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



Kernel

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	53,46	53,47	57,20	58,70	71,74	73,90
kurs z dnia rekomendacji	48,80	50,90	47,51	48,25	60,70	68,33

Grupa Kety

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	379,66	391,41	390,72	414,09
kurs z dnia rekomendacji	352,50	385,00	408,00	402,10

KGHM

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	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
cena docelowa (PLN)	122,81	128,62	114,71	103,08	103,08	124,12	130,96	132,22	132,22	132,22	132,22
kurs z dnia rekomendacji	102,50	111,50	113,10	100,00	114,25	117,40	126,10	121,00	110,65	120,10	131,50

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	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-29	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	51,08	52,67	51,53	51,53	51,61	51,61	48,25
kurs z dnia rekomendacji	56,30	57,78	58,48	61,66	66,37	59,75	58,86

LPP

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	sprzedaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-20	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	9500,00	9400,00	9900,00	8200,00	8400,00	8800,00	7400,00	5300,00
kurs z dnia rekomendacji	8 620,00	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
data wydania	2018-02-01	2017-05-08	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	7,00	5,81	5,81
kurs z dnia rekomendacji	9,59	7,06	6,67

MOL

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (HUF)	3027,00	3152,00	3104,00	3077,00	2865,00
kurs z dnia rekomendacji	2 718,00	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
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (HUF)	12090,00	10901,00	10901,00	10901,00	10901,00	10901,00
kurs z dnia rekomendacji	11 560,00	10 960,00	10 055,00	10 715,00	9 895,00	10 445,00

PA Nova

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-02-28	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	23,30	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
data wydania	2018-02-01	2017-07-18	2017-07-03	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	157,00	145,42	137,42	146,10
kurs z dnia rekomendacji	135,90	131,25	124,80	134,60

Pfleiderer Group

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

PGE

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	12,61	13,30	13,20	13,61	14,98	14,46	14,46
kurs z dnia rekomendacji	10,28	11,87	11,93	13,30	14,27	13,29	12,29

PGNiG

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02
cena docelowa (PLN)	7,51	7,65	7,73	7,73	7,73	7,57	7,25
kurs z dnia rekomendacji	5,98	6,58	6,03	6,63	6,79	6,83	6,75

PKN Orlen

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	80,55	82,84	81,80	86,55	81,50
kurs z dnia rekomendacji	95,20	107,90	121,60	121,70	117,90

PKO BP

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01
cena docelowa (PLN)	38,00	38,00	31,20
kurs z dnia rekomendacji	42,20	45,66	42,30

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	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01	2017-07-18
cena docelowa (PLN)	50,58	50,58	51,83	51,83	51,83
kurs z dnia rekomendacji	41,55	44,17	45,00	48,50	44,19

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	kupuj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-09-01	2017-07-17
cena docelowa (PLN)	27,72	28,37	28,94	30,50
kurs z dnia rekomendacji	17,15	19,20	22,20	22,51



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	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	2,98	3,38	3,23	3,64	3,89	3,67	3,03
kurs z dnia rekomendacji	2,69	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
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	10,80	10,80	14,00	15,40
kurs z dnia rekomendacji	8,60	9,76	9,90	12,20

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