

środa, 9 maja 2018 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: maj 2018

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji w perspektywie najbliższych 2-3 miesięcy. Korekta indeksów i osłabienie lokalnych walut będą okazją dla globalnego kapitału na EM.

Ze spółek

Finanse

Zalecamy przeważenie polskiego sektora bankowego a w szczególności banków bez znaczącej ekspozycji na CHF. Na zagregowanej bazie widzimy 13% potencjał wzrostu dla sektora. Bez zmian pozostawiamy także nasze pozytywne rekomendacje dla Komercni i OTP. W spółkach finansowych zwracamy uwagę na powrót kwestii zadośćuczynień w PZU wraz z wynikami za 1Q'18, które mogą mieć negatywny wpływ na całoroczny konsensus.

Chemia

Wyższe ceny surowców naszym zdaniem będą negatywnie wpływać na wyniki spółek chemicznych (Ciech i Grupa Azoty) w 1Q'18. Naszym zdaniem Ciech wygląda najatrakcyjniej.

Paliwa

Podtrzymujemy negatywny scenariusz dla sektora downstream z uwagi na drożącą ropę i perspektywę nowych mocy. Po spadku marż rafineryjnych, teraz przyszła pora na osłabienie w petrochemii (widoczna nadpodaż na rynku polietylenu). Alternatywą dla rafinerii pozostaje PGN.

Energetyka

WIG-Energia kolejny miesiąc z rzędu odchylił się od europejskich konkurentów, którzy zyskali kolejne 5%. Przy obecnych wycenach i rosnących cenach energii widzimy szansę na odreagowanie i w ramach sektora preferujemy ENG, PGE i ENA. Obniżamy rekomendację dla CEZ.

Telekomunikacja, media, IT

W polskim TMT preferujemy OPL, AGO i WPL. Obniżamy zalecenie dla CMR z/w na wzrost notowań od wydania zalecenie kupuj w ubiegłym miesiącu i dość słabą perspektywą wyników w 1Q'18. Pozostajemy negatywni na ACP. Wśród spółek o mniejszej kapitalizacji najciekawiej prezentują się ATD i ASE.

Przemysł, metale

W 1Q'18 oczekujemy, że na 16 spółek przemysłowych 31% poprawi zeszłoroczne rezultaty i tyle samo je pogorszy (31%). Wśród spółek mogących zaskoczyć pozytywnie są AML, FMF i STL. Słabych wyników oczekujemy w APT. Oczekujemy, że KGH i JSW zaraportują niższe r/r wyniki.

Budownictwo

Spółki publikujące wyniki roczne w kwietniu schłodziły oczekiwania na cały 2018 r. Pomysł inwestycyjne w ramach sektora ograniczylibyśmy do spółek niezadłużonych. Nie zmieniamy pozytywnych rekomendacji na ELB i BDX. Odwracamy nasz pair trade na parze ERB-UNI, preferując UNI.

Deweloperzy

Podtrzymujemy przeważenie deweloperów. Preferowane przez nas spółki (1) LCC, (2) ARH, (3) LKD, (4) I2D, (5) ECH, (6) 1AT, (7) DOM są wycenione na P/E'18=7,0x oraz DYield'18=8,8%. Pomimo presji kosztowej, oczekujemy utrzymania wyników w latach '19-20.

Handel

W maju większość spółek z sektora opublikuje dane za 1Q'18 (kwartał o najniższej istotności dla wyniku). Oczekujemy poprawy rezultatów r/r w BTM, DNP, EAT, EUR oraz VST. Naszym zdaniem największy potencjał do wzrostu w maju mają BTM, CCC, DNP oraz TXM.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: AGO, ALR, AMC, ATD, ASE, CIE, DNP, DOM, ECH, ENA, ENG, FMF, JSW, KGH, KOMB, KRU, LCC, OPL, PFL, PGE, PGN, POZ, STL, UNI, WPL

Negatywne: ACP, CEZ, EAT, MGT, MIL, PKN

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	58 869	-1,1%	-8%
ATX	3 459	+0,5%	+2%
BUX	37 165	-2,1%	-6%
PX	1 109	+0,6%	+5%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 236	-1,0%	-9%
mWIG40	4 554	-1,4%	-5%
sWIG80	13 936	-1,5%	-4%
Banki	7 752	+0,4%	-9%
Budownictwo	2 518	-9,0%	-11%
Chemia	12 627	-7,3%	-17%
Energia	2 493	-0,6%	-17%
Górnictwo	3 671	+0,3%	-16%
Informatyka	1 965	-2,5%	-4%
Media	5 151	+4,8%	+8%
Nieruchomości	2 171	-1,3%	-1%
Odzież	7 347	+0,5%	-2%
Paliwa	6 059	-6,2%	-15%
Spożywczy	3 772	-0,4%	+4%
Telekomunikacja	738	+0,8%	-1%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
11 bit studios	388,50	+68,9%	+96%
Bioton	6,75	+58,5%	+93%
Bumech	0,39	+21,9%	+26%
Prairie Mining	1,56	+17,3%	+6%
XTB	6,60	+15,0%	+48%
Idea Bank	9,40	-39,7%	-59%
Elemental	1,09	-40,1%	-53%
Braster	3,90	-40,5%	-44%
Gino Rossi	0,51	-49,0%	-54%
Mostostal Zabrze	0,17	-71,7%	-73%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
CCC	akumuluj ▼	295,00 PLN ►
CEZ	sprzedaj ▼	449,51 CZK ►
Ciech	kupuj ►	89,71 PLN ▲
Comarch	akumuluj ▼	166,50 PLN ►
Dino	akumuluj ▼	103,50 PLN ►
Erbud	akumuluj ▼	23,10 PLN ▼
Famur	kupuj ►	6,95 PLN ▼
Getin Noble Bank	trzymaj ►	1,40 PLN ▼
Grupa Azoty	trzymaj ►	60,99 PLN ▼
Grupa Kęty	trzymaj ►	363,01 PLN ▲
JSW	kupuj ►	109,12 PLN ▲
Kernel	trzymaj ►	53,04 PLN ▼
KGHM	kupuj ►	118,98 PLN ▲
Lotos	trzymaj ►	52,81 PLN ▲
LPP	trzymaj ▼	9500 PLN ►
MOL	trzymaj ►	2954,00 HUF ▲
PGNiG	kupuj ►	8,17 PLN ▲
PKN Orlen	redukuj ►	76,73 PLN ▼
Polwax	kupuj ►	16,69 PLN ▼
Stelmet	kupuj ►	26,48 PLN ▼
TXM	kupuj ►	5,44 PLN ▲

Spis treści

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

Rynek akcji

Nasze pozytywne nastawienia do rynku akcji (koncentracja na makro i wynikach, wojna handlowa schodząca na drugi plan) sprawdziło się głównie w stosunku do rynków bazowych, zaś GPW nadal zachowuje się relatywnie słabo. W reakcji na osłabienie EUR w stosunku do USD kwiecień był wyjątkowo udanym miesiącem dla akcji europejskich, gdzie DAX zwiększył o 4,3%, a CAC40 o 6,8%. W całym miesiącu WIG zanotował 2,7% wzrostu, jednak przełom kwietnia/maja to ponowne, wyraźne osłabienie nastrojów. Naszym zdaniem wynika to przede wszystkim z przepływów kapitałowych, a nie fundamentów, tj. z braku lokalnego kapitału (umorzenia w TFI i odpływ oszczędności z OFE w ramach suwaka) przy jednoczesnej wyprzedaży na rynkach wschodzących (efekt odwrócenia trendu na USD). W ujęciu portfelowym GPW znajduje się w tym samym koszyku co kraje rozwijające się z dużą ekspozycją na USD, fundamentalnie zdecydowanie bliżej nam do efektu wpływającego na gospodarkę Niemiec/Francji niż Brazylii/Rosji. Warto również zwrócić uwagę na poziom wycen. Na bazie konsensusów Bloomberg prognozowane P/E dla WIG20 na koniec 2018 roku to 10,9x, w przypadku MSCI EM - 12,3x. Dla porównania S&P500 - 16,9x a DAX - 13,4x. Pomimo umocnienia USD relatywnie silnie zachowują się ceny surowców (dane o imporcie Chin za kwiecień potwierdzają dobrą koniunkturę). W połączeniu z atrakcyjnymi wycenami, po pierwszej „szokowej” reakcji na USD, w kolejnych tygodniach powinno to prowadzić do powrotu inwestorów na rynki akcji w EM. Co do rynków bazowych to przypominamy, że po okresie publikacji wyników w USA (okres zamknięty) ponownie rusza skup akcji własnych. W roku 2018 roku amerykańskie firmy przeznaczają na ten cel rekordowe 800 mld USD, co będzie wspierać wyceny akcji w kolejnych tygodniach. Podsumowując ostatnie tygodnie uważamy, że po bardzo silnych wzrostach indeksów z przełomu 2017/18 (naturalna skłonność do realizacji zysków) rynki pokazały siłę „dobrze znosząc” kolejne pojawiające się ryzyka (wybory we Włoszech, wojna handlowa, słabsze dane makro). Wreszcie... czy Warren Buffett (Berkshire Hathaway) zwiększałby pozycję w Apple na szczycie cyklu?

Obraz makro bez większych zmian, przed nami poprawa nastrojów w Europie

W minionym miesiącu dane makro nie wspierały rynku akcji. Podczas gdy w USA były one zbliżone do oczekiwań, rozczarowały w Europie zarówno w przypadku wskaźników wyprzedzających, jak również twardych danych.

W USA warto podsumować wyniki spółek za 1Q'18. Statystyka mówi, że dla indeksu S&P500 spośród 440 spółek które zaraportowały wyniki aż 76% zaskoczyło pozytywnie (na poziomie EPS), EPS wzrósł o 23,9% r/r, a przychody o 8,2% r/r. Co ciekawe, w tym okresie pięć amerykańskich, globalnych koncernów (Apple, Amazon, Google, Facebook, Netflix) osiągnęło łączne przychody w wysokości 635 mld USD. To wzrost o 28% r/r! Przy założeniu, że tylko 50% z tej kwoty stanowią przychody z rynku amerykańskiego stanowi to 10% przyrostu realnego PKB w USA. Według prognoz Evercore ISI w 2Q'18 gospodarka utrzyma tempo wzrostu – realna dynamika PKB wyniesie 3,0% w stosunku do 2,9% w pierwszym kwartale.

W Europie spowolnienie jest faktem, przy czym można wyróżnić tego dwie przyczyny: normalizacja tempa wzrostu po zaskakująco wysokiej dynamice w roku 2017 oraz zdarzenia jednorazowe (wymienia je w komunikacie ECB po ostatnim posiedzeniu: pogoda, strajki, epidemia grypy, wczesna Wielkanoc, braki kadrowe). Jak wskazują wskaźniki wyprzedzające głównym problemem europejskich przedsiębiorstw są problemy podażowe, tj. zaległości produkcyjne i wydłużenie czasu dostaw, a także malejąca wielkość zamówień (szczególnie eksportowych). Pierwszy element wymaga inwestycji w udrożnienie kanałów dystrybucji, a więc jego usunięcie w tym roku będzie trudne i zaważy na dynamice PKB (z drugiej strony inwestycje wydłużają cykl). W tym drugim przypadku zbawienie powinno okazać się kwietniowe osłabienie EUR (szybki efekt pozytywny). Zwracamy uwagę, że obecnie indeks zaskoczył Citibanku dla Strefy Euro spadł do poziomu -96 pkt, tj. najniższego od 2011 roku. Biorąc pod uwagę odwrócenie trendu na USD oczekujemy, że w kolejnych tygodniach dane makro z Europy (ze szczególnym uwzględnieniem majowych odczytów PMI) powinny zaskakiwać pozytywnie (co już odzwierciedlają indeksy giełdowe DAX, CAC czy MIB). Spowolnienie w Strefie to również zapowiedź, że w kolejnych tygodniach ECB najprawdopodobniej nie dokona zmiany polityki pieniężnej.

Słabość GPW – ciąg dalszy

Od początku roku WIG20 notuje 10% spadek wartości, w ujęciu USD o 13%. Dla porównania w tym czasie MSCI EM spadł o 2%, DAX i S&P500 pozostawały na zbliżonym poziomie, a CAC40 zwiększył o 4,2%. Agencja S&P zdecydowała się na podniesienie perspektywy polskiego ratingu długu (BBB+) z neutralnej na pozytywną. Nasi makroekonomiści oczekują, że dynamika wzrostu PKB w 1Q osiągnęła poziom 4,8% r/r. Osłabienie polskiej waluty będzie wspierać eksporterów, a osłabienie EUR – europejskich dla których polskie firmy są poddostawcami. Wyceny polskich spółek są atrakcyjne. Prognozowany (Bloomberg) wskaźnik P/E dla WIG20 na koniec 2018 roku wynosi 10,9x przy 12,3x dla indeksu MSCI EM i 16,9x dla S&P500. Główne zagrożenia, na których jednak koncentruje się uwaga inwestorów to ryzyko istotnie mniejszej partycypacji Polski w transferach z przyszłego budżetu UE (2021-27) czy ryzyko płynności rynku obligacji komercyjnych. Niestety potwierdza się teza, że bez kapitału zagranicznego dedykowanego na rynki EM, a w efekcie i na GPW, uruchamia się mechanizm umorzeń w TFI (dodatkowo wzmocniony sytuacją w spółce GetBack) przy jednoczesnym odpływie netto środków z OFE do ZUS. Dodatkowo, na rynek napływają informacje o przesunięciu wdrożenia programu PPK, który mógłby być dla polskiego rynku kapitałowego ratunkiem w długim okresie. Początek maja pokazuje jak łatwo „przesunąć WIG20” relatywnie niewielkim kapitałem, co dodatkowo zwiększa nieprzewidywalność rynku w krótkim okresie. Naszym zdaniem, w kolejnych tygodniach przy nadal dobrym otoczeniu z globalnych rynków, kapitał powróci na rynki wschodzące wywołując impuls wzrostowy na GPW. Od czerwca zaś fundusze będą zasilane w dodatkową gotówkę pochodzącą z dywidend.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Obecnie widzimy 13% potencjał wzrostu w polskim sektorze bankowym, a ostatnia przecena stwarza okazję inwestycyjną. Największy potencjał wzrostu widzimy w spółkach bez lub ze znikomą ekspozycją na kredyty CHF takich jak Bank Pekao czy Alior Bank. Uważamy, że ostatni słaby sentyment do obu banków spowodowany jest spekulacjami odnośnie fuzji, której prawdopodobieństwo ogłoszenia oceniamy aż na 75%. Niemniej jednak podkreślamy, że fuzja nie jest przesądzona ponieważ będzie musiała uzyskać nie tylko zgodę PZU oraz PFR, ale większości akcjonariuszy na WZA.
- Jednocześnie widzimy potencjał wzrostu w bankach z bezpieczną pozycją kapitałową oraz bilansem jak ING BSK czy Bank Handlowy. Szczególnie w przypadku tego ostatniego uważamy, że wyniki za 1Q'18 mogą spowodować wzrost konsensusu rynkowego dla całego roku.
- Finalnie, pomimo słabej kompozycji wyników za 1Q, nadal widzimy potencjał wzrostu w BZ WBK. Uważamy, że DB nie zdecyduje się na sprzedaż akcji po obecnej cenie rynkowej, bo oznaczałoby to niższy zysk z transakcji, a ewentualna ustawa CHF obniży naszą cenę docelową o około 20 PLN na akcję.
- Podtrzymujemy naszą rekomendację kupowania walorów Komercon Banka. Na wskaźniku 2018 P/E Komercon Banka notowane jest z 26% dyskontem do PKO BP, pomimo znacznie wyższego ROE (13% wobec 9%) oraz dywidendy (1% wobec 5%). Ponadto uważamy, że wyniki za 1Q powinny spowodować dwucyfrowy wzrost konsensusu na 2018 rok.
- **Kluczowe rekomendacje:** Alior Bank (kupuj), Komercon Banka (kupuj), Bank Millennium (redukuje).

Chemia

- Obecnie indeksy MSCI Chemicals dla Europy są notowane z premiami do swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA.
- Negatywnie na sentyment do spółek chemicznych przekłada się obserwowane umocnienie EUR do USD oraz wzrost cen surowców energetycznych (ropa, węgiel, gaz, energia). Wyższe ceny surowców naszym zdaniem będą negatywnie wpływać na wyniki spółek chemicznych (Ciech i Grupa Azoty) w 1Q'18.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj).

Paliwa

- Wzrostowy trend na rynku ropy utrzymuje się, mimo widocznego osłabienia sentymentu inwestorów finansowych (pozycje spekulacyjne spadają od kilku tygodni z marcowych szczytów), co w dużej mierze jest pochodną niższej podaży z krajów OPEC oraz ryzyka przywrócenia sankcji na Iran.
- Ceny gazu zarówno na europejskim jak i polskim rynku wzrosły w kwietniu w ślad za ropą średnio o 8-10%, a spread transgraniczny na kontraktach rocznych PL/DE utrzymał się powyżej 10 PLN/MWh. Aktualne ceny kontraktów miesięcznych są o 8 PLN/MWh wyższe niż średnia w 1Q'18, co dobrze wroży wynikom segmentu wydobywczego PGNiG i LTS w 2Q (wbrew utartej sezonowości).
- Marże rafinerijne oscylują w przedziale 3-4 USD/Bbl przy dużej presji na rentowności ciężkich produktów, co może być widoczne w rafineriach o słabszej konwersji (Możejki, Unipetrol, chorwackie rafinerie MOL-a).

- „W końcu” pojawiła się słabość na marżach petrochemicznych, a branżowe portale (Platts, ICIS) donoszą o widocznej presji podażowej na rynku polietylenu w Europie z uwagi na nowe moce uruchomione w USA. Naszym zdaniem to początek spadkowej fali cyklu w tym segmencie.
- W takim scenariuszu makro utrzymujemy negatywne nastawienie do rafinerii, a jako alternatywę wskazujemy akcje PGNiG, które skorzysta nie tylko na drożących węglowodorach, ale ma szansę na re-rating i ekspansję wskaźników wyceny (wynik arbitrażu z Gazpromem, akwizycje na norweskim szelfie, brak zaangażowania w projekt atomowy).
- **Kluczowe rekomendacje:** PGNiG (kupuj), PKN Orlen (redukuje).

Energetyka

- W kwietniu nastąpiła stabilizacja notowań CO₂, a funkcję napędową cen energii przejęły notowania węgla, który w portach ARA kosztuje obecnie w kontrakcie rocznym 84 USD/t (+12% w stosunku do zamknięcia marca). Nadal beneficjentami wzrostu cen prądu są czyste elektrownie i te zintegrowane pionowo, gdyż clean dark spread pozostaje ujemny.
- Sektorowy indeks MSCI Utilities Europe zyskał w kwietniu ponad 5%, podobnie jak S&P Utilities, a skala odbicia trwającego od początku lutego sięga już 10-12%. Na tym tle wciąż bardzo słabo wygląda WIG Energia, który kwiecień zakończył na niewielkim minusie, a dla porównania od początku lutego stracił -11%. Niezmiennie głównym obciążeniem dla notowań polskich spółek jest polityka i niepewność w zakresie przyszłych inwestycji. Aktualne plany wydatków kapitałowych wskazują, że sektor na przełomie tego i przyszłego roku zacznie generować dodatni FCF.
- Na polskim rynku energii tendencje wciąż pozostają pozytywne. Cena w kontrakcie na rok 2019 sięga 205 PLN/MWh, co implikuje już wyższy clean dark spread od tego zabezpieczonego w kontraktach na rok bieżący o około 6-7 PLN/MWh przy założeniu stabilnych cen węgla śląskiego (sytuacja bloków zintegrowanych pionowo i tych o wyższej sprawności jest wyraźnie lepsza). Taki obraz z TGE neguje naszym zdaniem pojawiające się na początku roku tezy o destrukcyjnym wpływie wzrostu CO₂ na rentowność sektora w krótkim terminie. W kontekście prognoz na rok 2019 nie można też lekceważyć rosnącej rentowności źródeł odnawialnych (łącznie z biomasą to ponad 7 TWh produkcji przy wzroście cen energii r/r o 30-35 PLN/MWh i zielonych certyfikatach kwotowanych po 73 PLN/MWh vs. średnio 36 PLN w roku 2017). Widzimy więc potencjał do pozytywnego zaskoczenia i rewizji w górę.
- Polski sektor jest już wyceniany na 4,0x EV/EBITDA'18. Naszym zdaniem po ostatnich spadkach najbardziej atrakcyjne są akcje Energi, PGE i Enei. Neutralne nastawienie utrzymujemy w przypadku relatywnie „najdroższego” obecnie Tauronu. W przypadku CEZ po ostatnich wzrostach kursu obniżamy rekomendację do sprzedaj.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (sprzedaj), Enea (kupuj), Energa (kupuj), PGE (kupuj).

Telekomunikacja, media, IT

- Na rynku telekomunikacyjnym widać wyraźne zainteresowanie graczy mobilnych aktywami stacjonarnymi. Na początku grudnia Cyfrowy Polsat przejął 32% udziałów w Netii i ogłosił chęć wezwania do progu 66%. Głównym motywem przejęcia jest infrastruktura stacjonarna Netii, a także możliwe synergie w segmencie B2B jak i B2C. Jeszcze w grudniu Orange Polska poinformowało o negocjacjach usługi BSA na sieci FTTH dla T-Mobile. Konsolidacja sektora i współprace 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 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 wydatki 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 w dziennikach straci 16,9%.
- W kwietniu'18 WIG INFO spadł o 2,3% (vs. -1,9% WIG). Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 16,4x (+7,2% vs. historyczna średnia z 3 lat, tym samym poziom premii spadł o blisko 7% w ciągu 2 miesięcy).
- Zbliża się sezon wyników za 1Q'18. Szacujemy wzrost wyniku EBITDA średnio o 4,6% dla pokrywanych spółek. Okres 1Q jest sezonowo najsłabszy w branży IT. Jednak wzrosty w 1Q'18 R/R będą niskie w porównaniu z poprzednim okresem (w 4Q'17 wynik EBITDA wzrósł w przypadku każdej z pokrywanych spółek średnio o 47,4%). Stąd mamy obecnie neutralne podejście do sektora i zalecamy selektywne podejście do spółek IT.
- 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), Wirtualna Polska (akumuluj), Agora (kupuj), Atende (przeważaj), Asseco SEE (przeważaj).

Przemysł i metale

- W kwietniu indeksy MSCI Industrials dla Europy i dla świata praktycznie nie zmieniły swojej wartości. Oba indeksy są obecnie notowane na poziomie swoich trzyletnich średnich na wskaźniku P/E oraz EV/EBITDA. Obserwowany w ostatnim czasie spadek wskaźników wyprzedzających PMI nie poprawia sentymentu do spółek z sektora przemysłowego.
- W Polsce w 4Q'17, aż 56% spółek przemysłowych przedstawiło wyniki gorsze niż zakładaliśmy (najgorszy

wynik w ostatnich dwóch latach) i jedynie 37% spółek zaskoczyło pozytywnie rezultatami. Wśród pozytywnych zaskoczeń wyróżniamy Amica, Cognor, Famur, Pozbud i Tarczyński; natomiast wśród negatywnych Apator, Boryszew, Forte, Elemental, Ergis, Impexmetal, Kruszwica, Mangata i Pfeiderer.

- W 1Q'18 oczekujemy, że na 16 spółek przemysłowych 31% poprawi zeszłoroczne rezultaty i tyle samo (31%) je pogorszy. Wśród spółek mogących zaskoczyć pozytywnie wymienilibyśmy Alumetal, Famur i Stelmet. Słabych wyników oczekujemy w Apatorze.
- Ze średnich spółek najbardziej przekonani jesteśmy do Amica (możliwe przełamanie spadkowego trendu w 1H'18, atrakcyjna wycena na tle sektora) oraz Famur (rosnący portfel zamówień; podwyżki cenników w nowych kontraktach). Z mniejszych natomiast Cognor (możliwe wkrótce porozumienie z bankami w sprawie uruchomienia kredytu na poczet restrukturyzacji drogiego zadłużenia) oraz Pozbud (4x P/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) oraz Mangata (duży udział eksportu przy aprecjacji PLN, inflacja po stronie kosztów surowców i kosztów pracy; Mangata obecnie notowana jest z premiami do innych polskich spółek przemysłowych).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Famur (kupuj), Mangata (niedoważaj), Pfeiderer Group (przeważaj), Pozbud (przeważaj), Stelmet (kupuj).

Wydobycie

- Rynek na początku 2018 roku oczekiwał, że proporcjonalnie duża ilość kopalni w Chile i Peru może doświadczyć okresowych strajków w efekcie koniecznych do przeprowadzenia negocjacji płacowych. Obecnie jak na razie większości z koncernów bez większych przeszkód udaje się negocjować warunki nowych porozumień (przykłady Antofagasty i Codelco). Szansę na problemy w wydobyciu niesie drugi rok z rzędu Escondida, gdzie zarządca kopalni zdecydował się na wcześniejsze przedterminowe negocjacje płacowe, które jednak zakończyły się fiaskiem. W czerwcu upływa termin do kiedy należy porozumieć się z pracownikami. W innym wypadku kopalnia prawdopodobnie zatrzyma produkcję.
- Na notowania cen miedzi pozytywnie przekładają się spadki ilości monitorowanych zapasów surowca na giełdach (od około miesiąca). Naszym zdaniem trend może być kontynuowany do wakacji, jako że Chiny wracają aktywnie w zakresie zakupów surowca.
- Wysoka produkcja stali na świecie (duża ilość globalnie prowadzonych projektów infrastr.) oraz zwiększające się obłożenie mocy produkcyjnych pozytywnie przekłada się na ceny stali. Obecnie marże na produkcji podstawowych wyrobów dla producentów wielkociępcowych (BOF) są na najwyższym od 3 lat poziomie (brak ryzyka presji na koszty wsadów – koksu i rudy).
- Po słabym pod względem wolumenów importu węgla koksowego do Chin początku roku, w kwietniu import wraca do normalności. Naszym zdaniem w nadchodzących okresach zapasy koksu w chińskich portach powinny spadać – pozytywny wpływ na cenę węgla koksowego.
- 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).
- Ostatnie osłabienie PLN do USD rozbudza szanse na wzrost rentowności (metale notowane w USD).
- **Kluczowe rekomendacje:** KGHM (kupuj), JSW (kupuj).

Budownictwo

- W sektorze budowlanym niezmiennie preferujemy Budimex i Elbudowę: spółki o silnej pozycji gotówkowej, wysokiej dywidendzie (DYield'18: 9-11%) oraz, w naszej ocenie, konserwatywnej polityce rachunkowości w latach ubiegłych.
- Zmieniamy nasze preferencje na parze ERB-UNI (przeważamy UNI). Od stycznia kurs Unibepu stracił 30% względem Erbudu, co istotnie zmienia relatywną atrakcyjność obu spółek. Ponadto, w bieżącym przeglądzie miesięcznym obniżamy nasze prognozy na Erbud w związku z trudnym otoczeniem w budownictwie kubaturowym. Jednocześnie sądzimy, że Unibep jest w stanie zrealizować naszą prognozę ZN'18 dzięki sprzyjającemu otoczeniu w segmencie deweloperskim, który ma coraz większy wpływ na wyniki spółki. Ponadto spodziewamy się znacznie lepszych wyników 1Q'18 w UNI (+12 mln PLN) niż w ERB (-1 mln PLN).
- Wymienione powyżej spółki wyróżniają się pozytywnie na tle branży. Nasze pozycjonowanie całego sektora budowlanego pozostaje neutralnie względem innych sektorów na GPW, przy czym w naszej ocenie istotną rolę odgrywają niskie kursy akcji, po ubiegłorocznym spadku. Uważamy, że w branży budowlanej wciąż występuje istotne prawdopodobieństwo negatywnych zaskoczeń, a spółki charakteryzują się wysokim ryzykiem inwestycyjnym.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Unibep (kupuj), Elektrobudowa (kupuj), Budimex (akumuluj).

Deweloperzy

- Podtrzymujemy przeważanie deweloperów. Uważamy, że 70% analizowanych spółek poprawi wyniki w '18. Preferowane przez nas spółki (1) LCC, (2) ARH, (3) LKD, (4) I2D, (5) ECH, (6) 1AT, (7) DOM są wycenione na P/E'18=7,0x oraz DYield'18=8,8%. Pomimo presji kosztowej, oczekujemy utrzymania wyników w latach 2019-20.
- Sprzedaż mieszkań ulega stabilizacji. W 1Q deweloperzy giełdowi sprzedali o 5% więcej mieszkań r/r (na sześciu największych rynkach spadek o 2% r/r).
- W 1Q nastąpił dalszy spadek oferty na sześciu największych rynkach (-11% r/r, -7% q/q), a efektywność sprzedaży wzrosła do 38% (+ 2 p.p. r/r). Rośnie tempo wzrostu cen mieszkań (transakcyjne: +5,4% r/r; ofertowe: +8,4% r/r).
- Spodziewamy się poprawy wyników sektora r/r, czemu sprzyja wzrost przekazania mieszkań o 30% r/r oraz umocnienie EUR/PLN o 0,9% q/q (istotne dla wyceny portfeli nieruchomości komercyjnych). Na szczególnie dobre wyniki liczymy w LCC i 1AT.
- Obecna sytuacja na rynku długu sprzyja spekulacjom nt. ewentualnych problemów z refinansowaniem obligacji. W analizowanych spółkach, na XII'17, gotówka aż w 70% pokryła zobowiązania z tytułu obligacji (w 300% krótkoterminowe zobowiązania). Najkorzystniejszą sytuację od strony zadłużenia mają: DOM, LKD, ARH, LCC.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dom Development (kupuj), Echo Investment (kupuj), LC Corp (kupuj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj), i2 Development (przeważaj).

Handel

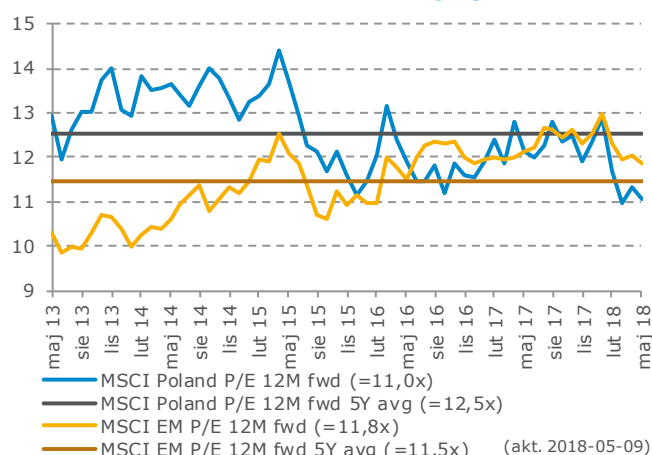
- Od marca 2018 roku obowiązuje ustawa zakazu handlu w niedzielę. W 2018 roku sklepy będą mogły być otwarte w dwie niedziele miesiąca, w 2019 roku w jedną niedzielę w miesiącu, a w 2020 wszystkie niedziele będą wolne. Wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę początkowo może mieć negatywny wpływ na sprzedaż 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 słabych wyników w 1Q'18 (naszym zdaniem zdyskontowane przez kurs spółki), oferuje atrakcyjną perspektywę wzrostu w średnim terminie rozwijając dynamicznie kanał e-commerce (platforma eobuwie.pl).
- Efekt Świąt Wielkanocnych powinien wspierać wyniki spółek z sektora handlu spożywczego. Naszym zdaniem kontynuacja wysokiej dynamiki wyników r/r pokaże Dino.
- Uważamy, że z mniejszych spółek potencjał do wzrostu mają Monnari (beneficjent osłabienia się USDPLN r/r), 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:** Eurocash (kupuj), TXM (kupuj), Dino (akumuluj), JMT (akumuluj), CCC (akumuluj), Bytom (przeważaj), Monnari (przeważaj).

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

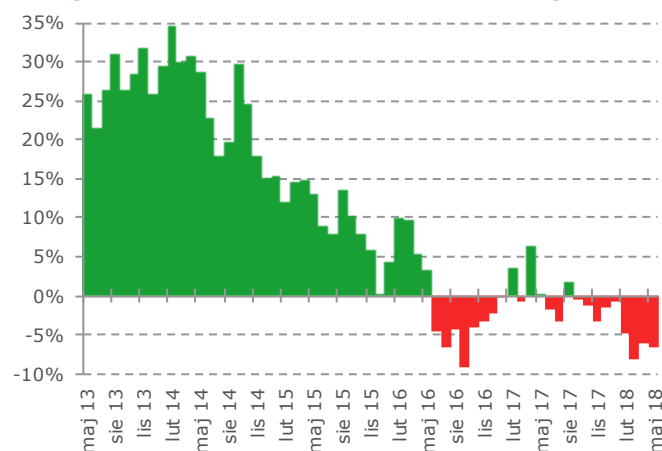
kwi 17=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
maj 17	+1%	-0%	+1%	+0%	+0%	+0%	+1%	+0%	-1%	+0%	+1%	+0%	-4%	+0%	+9%	+0%
cze 17	+2%	+6%	+2%	+0%	+3%	+0%	+6%	+40%	-1%	+1%	+1%	+3%	-5%	+3%	-0%	+0%
lip 17	+3%	+6%	+3%	+0%	+6%	+0%	+6%	+43%	-0%	+1%	+1%	+1%	-3%	+3%	-4%	+0%
sie 17	+7%	+7%	+4%	+2%	+6%	+5%	+12%	+45%	+1%	-4%	+58%	+4%	-3%	-3%	+1%	-11%
wrz 17	+9%	+7%	+5%	+2%	+9%	+9%	+13%	+36%	+2%	-6%	+55%	+4%	-5%	+15%	+7%	-10%
paź 17	+9%	+5%	+4%	+2%	+9%	+9%	+17%	+36%	+3%	-6%	+46%	+4%	+15%	+15%	+8%	-10%
lis 17	+8%	+1%	+4%	-0%	+8%	+6%	+17%	+32%	+7%	-14%	+41%	+4%	+18%	+15%	+10%	-33%
gru 17	+7%	+2%	+5%	-0%	+8%	+6%	+13%	+32%	+5%	-2%	+41%	+11%	+6%	+6%	+3%	-25%
sty 18	+7%	+13%	+5%	-2%	+7%	+7%	+13%	+25%	+7%	-10%	+39%	+69%	-4%	-6%	+5%	+88%
lut 18	+8%	+11%	+5%	-2%	+7%	+9%	+13%	+19%	+6%	-14%	+42%	+69%	-10%	-6%	+19%	+88%
mar 18	+8%	+8%	+4%	-2%	+8%	+8%	+12%	+24%	+4%	-23%	+42%	+72%	-10%	-6%	+15%	+51%
kwi 18	+8%	+8%	+4%	-2%	+8%	+8%	+13%	+24%	+3%	-23%	+42%	+72%	-10%	-5%	+12%	+52%

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

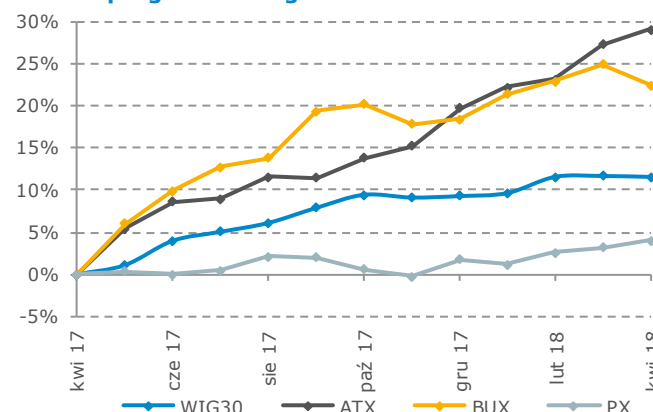
P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets oraz premia/dyskonto wskaźnika dla Polski wobec krajów EM



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

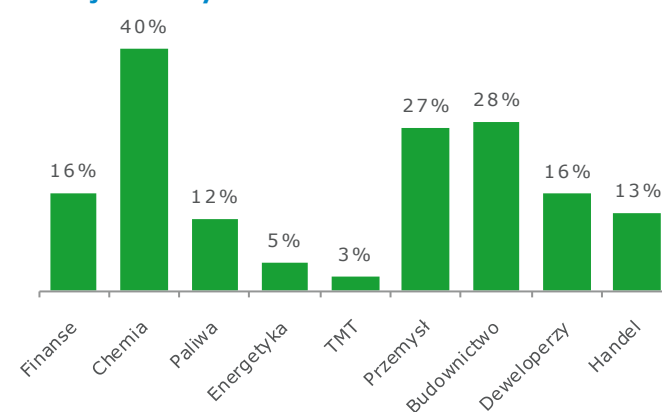


Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



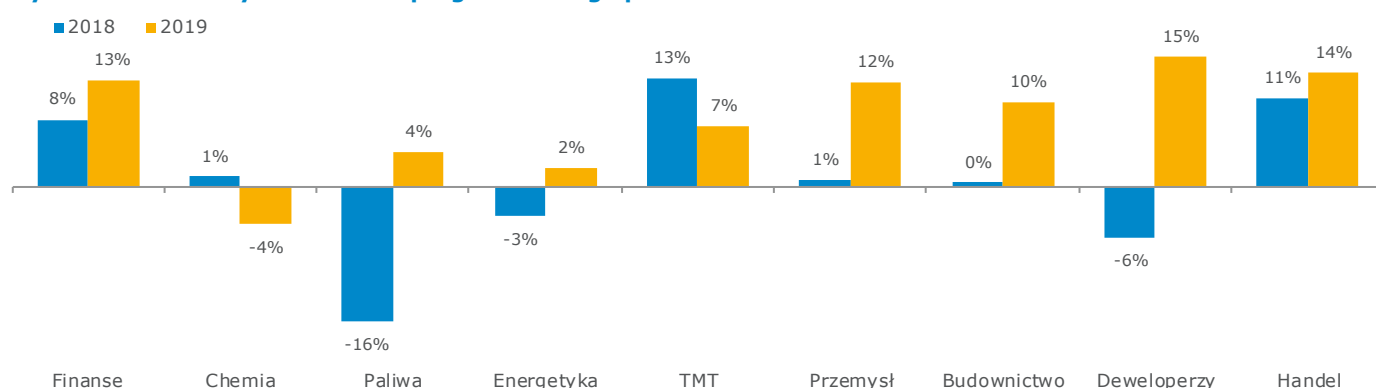
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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 2018-19



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
			▲	►	▼			2018	2019	2020	2018	2019	2020	
Finanse														
Alior Bank	kupuj	109,00	13	4	0	91,38	+19,3%	+20%	+14%	-				13/-
BZ WBK	kupuj	430,00	7	8	2	422,33	+1,8%	+3%	+8%	+10%				13/-
Getin Noble Bank	trzymaj	1,40	1	5	4	1,36	+2,9%	-	-12%	-26%				8/-
Handlowy	kupuj	94,00	2	9	0	85,11	+10,5%	-2%	+4%	-				10/-
ING BSK	akumuluj	212,00	4	5	5	206,03	+2,9%	-1%	-3%	-0%				11/-
Millennium	redukuj	7,00	3	3	8	8,55	-18,2%	-5%	-10%	-				9/-
Pekao	kupuj	157,00	14	7	0	148,20	+5,9%	-5%	-2%	-				16/-
PKO BP	trzymaj	38,00	1	15	5	39,67	-4,2%	-5%	+1%	-				15/-
Komercni Banka	kupuj	1 111,0	12	4	1	1 068,2	+4,0%	+11%	+23%	-				14/-
Erste Bank	trzymaj	40,00	15	11	2	43,42	-7,9%	+1%	-1%	-				16/-
OTP Bank	akumuluj	12 090	11	2	3	12 031	+0,5%	-2%	+0%	-				12/-
PZU	kupuj	50,58	8	1	1	49,54	+2,1%	+4%	+0%	-				7/-
Kruk	kupuj	300,94	5	1	3	260,33	+15,6%	+3%	+7%	+2%				7/-
Prime Car Management	kupuj	33,00	1	1	0	33,00	+0,0%	-8%	-6%	-9%				3/-
Chemia														
Ciech	kupuj	89,71	5	4	1	67,18	+33,5%	+30%	+38%	+55%	+21%	+19%	+22%	9/7
Grupa Azoty	trzymaj	60,99	5	2	5	65,69	-7,2%	-0%	-27%	-18%	-0%	-7%	-6%	2/2
Paliwa														
Lotos	trzymaj	52,81	5	7	1	65,27	-19,1%	-37%	-33%	-36%	-13%	-13%	-16%	7/8
MOL	trzymaj	2 954,0	7	4	0	3 306,8	-10,7%	-23%	-26%	-20%	-9%	-8%	-2%	6/8
PGNiG	kupuj	8,17	4	5	1	6,64	+23,0%	+18%	+19%	+24%	+8%	+15%	+18%	6/5
PKN Orlen	redukuj	76,73	2	8	9	97,21	-21,1%	-37%	-39%	-29%	-24%	-24%	-15%	13/14
Energetyka														
CEZ	sprzedaj	449,51	6	5	8	512,32	-12,3%	+1%	+13%	+0%	-1%	+1%	-2%	11/11
Enea	kupuj	11,78	6	4	0	12,16	-3,1%	+1%	-12%	-23%	+4%	-1%	-5%	5/5
Energia	kupuj	14,91	5	4	1	13,54	+10,2%	+7%	+3%	-2%	+3%	+2%	-0%	5/5
PGE	kupuj	12,89	6	4	3	13,36	-3,5%	+5%	-6%	-5%	+4%	+1%	-2%	6/6
Tauron	trzymaj	2,73	2	7	3	3,08	-11,4%	+13%	-2%	-8%	+3%	+0%	-1%	7/7
TMT														
Netia	sprzedaj	4,30	1	4	3	4,94	-13,0%	-9%	-27%	-44%	-2%	-2%	-6%	3/3
Orange Polska	kupuj	7,60	4	9	4	6,29	+20,8%	+169%	+121%	+57%	+3%	+6%	+5%	6/8
Play	trzymaj	30,93	7	4	2	38,78	-20,2%	+6%	-4%	-7%	-2%	-8%	-4%	8/7
Agora	kupuj	18,40	4	2	0	16,70	+10,2%	+45%	+35%	+36%	+3%	-1%	+0%	3/3
Cyfrowy Polsat	trzymaj	25,30	7	7	0	27,92	-9,4%	-2%	+3%	+5%	+4%	+3%	+3%	5/4
Wirtualna Polska	akumuluj	60,00	6	1	0	57,00	+5,3%	-0%	-0%	+0%	-0%	+1%	+0%	1/2
Asseco Poland	redukuj	41,20	2	6	1	52,88	-22,1%	-9%	-9%	-8%	-1%	+1%	+3%	3/3
Asseco BS	równoważ	-	2	2	0	30,20	-	+2%	+1%	-0%	+0%	+1%	-0%	2/2
Asseco SEE	przeważaj	-	3	0	0	17,30	-	+0%	-1%	+3%	-1%	-2%	-1%	2/3
Wasko	przeważaj	-	2	0	0	-	-	-0%	+0%	-0%	+0%	+0%	+0%	1/1
CD Projekt	sprzedaj	90,80	6	2	2	121,01	-25,0%	+13%	+3%	+1%	+13%	-13%	-3%	5/5
Comarch	akumuluj	166,50	4	2	0	170,48	-2,3%	-10%	-1%	-2%	-4%	+2%	+1%	2/2
Przemysł														
Alumet	równoważ	-	2	3	0	60,70	-	-8%	-14%	-	-4%	-11%	-	4/4
Amica	przeważaj	-	2	1	1	-	-	+21%	+17%	-	+8%	+11%	-	4/4
Apator	równoważ	-	1	2	1	23,30	-	+5%	+4%	-	+1%	-0%	-	2/2
Elemental	równoważ	-	1	1	0	-	-	-24%	-23%	-	-18%	-18%	-	1/1
Famur	kupuj	6,95	2	0	0	7,38	-5,8%	+12%	-2%	-6%	+2%	-7%	-9%	2/2
Forte	równoważ	-	3	4	1	53,82	-	-43%	-29%	-	-22%	-16%	-	6/6
Kemel	trzymaj	53,04	6	3	0	65,66	-19,2%	-21%	+17%	+19%	-8%	+5%	+7%	6/7
Grupa Kęty	trzymaj	363,01	5	4	1	387,84	-6,4%	+7%	+4%	-2%	+2%	-1%	-6%	7/7
Pfleiderer Group	przeważaj	-	7	0	1	45,93	-	-5%	-0%	-	-7%	-7%	-	5/5
JSW	kupuj	109,12	4	3	5	100,73	+8,3%	+15%	+55%	-2%	+7%	+26%	-1%	6/6
KGHM	kupuj	118,98	4	6	7	100,15	+18,8%	-13%	+9%	+8%	-13%	+1%	-1%	14/13
Budownictwo														
Budimex	akumuluj	234,00	1	2	6	200,64	+16,6%	+1%	+12%	+13%	+2%	+11%	+10%	5/5
Elektrobudowa	kupuj	116,00	3	2	1	103,24	+12,4%	-3%	-8%	-10%	+0%	-8%	-9%	5/5
Erbud	akumuluj	23,10	4	1	0	29,90	-22,7%	-30%	-10%	-8%	-15%	-3%	-5%	3/3
Unibep	kupuj	10,10	3	2	0	12,35	-18,2%	-8%	-2%	+0%	-7%	+1%	+0%	2/2
Torpol	równoważ	-	2	1	1	16,04	-	-17%	-32%	-0%	-6%	-18%	-0%	3/3
Trakcja	równoważ	-	3	4	1	7,35	-	-33%	-6%	+8%	-13%	-0%	+4%	3/3
Deweloperzy														
Atal	akumuluj	47,00	3	2	0	44,89	+4,7%	+4%	-1%	-0%	+2%	-2%	+2%	4/3
Capital Park	kupuj	8,35	3	0	0	7,63	+9,5%	-20%	-18%	+0%	+0%	-0%	+0%	2/1
Dom Development	kupuj	103,10	6	2	1	94,94	+8,6%	+3%	+6%	-3%	+4%	+3%	-4%	5/3
Echo	kupuj	5,63	4	3	0	5,72	-1,5%	+32%	+5%	-19%	+80%	+33%	-9%	6/4
GTC	trzymaj	9,60	7	3	1	10,76	-10,8%	-1%	+2%	-3%	+11%	+10%	+19%	6/5
LC Corp	kupuj	3,50	4	0	0	3,34	+4,7%	+4%	+3%	+6%	-0%	-0%	-0%	3/1
Polnord	równoważ	-	1	2	0	9,50	-	+17%	-11%	+25%	-3%	-18%	-12%	5/5
Ronson	równoważ	-	1	3	1	1,45	-	+15%	+3%	+23%	+10%	+3%	-0%	5/4
Handel														
AmRest	redukuj	426,00	7	3	1	458,00	-7,0%	-23%	-28%	-24%	-8%	-7%	-4%	8/6
CCC	akumuluj	295,00	10	4	3	276,73	+6,6%	-23%	+1%	+8%	-11%	+1%	+6%	13/10
Dino	akumuluj	103,50	8	4	2	92,37	+12,1%	+10%	+15%	+18%	+7%	+9%	+9%	10/12
Eurocash	kupuj	30,70	9	11	1	29,70	+3,4%	-15%	-11%	+4%	-2%	-3%	-4%	16/16
Jeronimo Martins	akumuluj	16,40	11	11	5	16,06	+2,1%	+5%	+2%	-3%	+5%	+5%	+2%	17/16
LPP	trzymaj	9 500,0	1	7	10	7 758,6	+22,4%	+11%	+14%	+8%	+6%	+6%	+5%	15/12
Bytom	przeważaj	-	2	2	0	3,11	-	+8%	+8%	-	+11%	+9%	-	4/4
Gino Rossi	równoważ	-	1	1	1	3,00	-	-62%	-45%	-	-19%	-16%	-	4/4
Monnari	przeważaj	-	5	0	0	11,00	-	+11%	+13%	-	+7%	+8%	-	4/4
Vistula	równoważ	-	2	2	0	4,88	-	+5%	+3%	-	+5%	+4%	-	5/5

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku; ¹cena docelowa mDM; ²rekomendacje w konsensusie (pozytywne, neutralne, negatywne); ³średnia cena docelowa konsensusu; ⁴liczba prognoz składających się na konsensus (zysk netto/EBITDA)

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2018	2019	2018	2019
Finanse						+16,1%	11,7	10,0		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	66,05	+65,0%	9,0	7,6		
BZ WBK	kupuj	2018-03-05	357,80	430,00	357,80	+20,2%	14,1	11,6		
Getin Noble Bank	trzymaj	2018-05-09	1,17	1,40	1,17	+19,7%	23,6	8,8		
Handlowy	kupuj	2018-04-06	77,50	94,00	79,80	+17,8%	16,5	13,6		
ING BSK	akumuluj	2018-03-05	198,00	212,00	197,00	+7,6%	16,3	14,4		
Millennium	redukuj	2018-04-06	8,35	7,00	8,42	-16,9%	14,2	12,9		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	114,70	+36,9%	13,8	11,3		
PKO BP	trzymaj	2018-04-06	39,74	38,00	41,37	-8,1%	15,6	13,0		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	910,50	+22,0%	11,7	9,9		
Erste Bank	trzymaj	2018-02-02	40,64	40,00 EUR	37,90	+5,5%	11,6	10,7		
OTP Bank	akumuluj	2018-02-02	11 560	12 090 HUF	10 670	+13,3%	10,8	10,0		
PZU	kupuj	2018-03-05	41,55	50,58	39,95	+26,6%	10,3	10,0		
GetBack	zawieszona	2018-04-16	4,52	-	3,75	-	-	-		
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	220,00	+36,8%	11,7	9,9		
Prime Car Management	kupuj	2018-04-06	23,60	33,00	20,90	+57,9%	6,9	6,0		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-02-02	30,60	56,30	26,80	+110,1%	6,4	5,4		
Chemia						+39,7%	7,3	7,6	5,2	5,8
Ciech	kupuj	2018-05-09	55,00	89,71	55,00	+63,1%	7,3	7,6	4,5	4,6
Grupa Azoty	trzymaj	2018-05-09	51,10	60,99	51,10	+19,4%	11,9	16,2	5,2	5,8
Polwax	kupuj	2018-05-09	7,80	16,69	7,80	+114,0%	5,2	3,9	6,6	5,9
Paliwa						+11,7%	11,3	11,0	5,5	5,1
Lotos	trzymaj	2018-05-09	55,62	52,81	55,62	-5,1%	14,9	11,2	6,3	5,5
MOL	trzymaj	2018-05-09	2 790	2 954 HUF	2 790	+5,9%	10,7	10,8	4,7	4,7
PGNiG	kupuj	2018-05-09	6,20	8,17	6,20	+31,8%	8,5	8,1	4,2	3,9
PKN Orlen	redukuj	2018-05-09	82,30	76,73	82,30	-6,8%	12,0	12,6	6,7	6,7
Energetyka						+4,2%	5,0	5,1	4,0	4,0
CEZ	sprzedaj	2018-05-09	567,00	449,51 CZK	567,00	-20,7%	21,1	20,0	8,6	8,2
Enea	kupuj	2018-04-06	9,10	11,78	10,11	+16,5%	4,6	4,8	4,0	4,0
Energa	kupuj	2018-04-06	9,96	14,91	10,07	+48,1%	5,0	5,1	3,6	3,6
PGE	kupuj	2018-04-06	9,81	12,89	10,00	+28,9%	6,3	7,2	3,8	3,9
Tauron	trzymaj	2018-04-06	2,38	2,73	2,25	+21,3%	3,4	3,8	4,3	4,6
Telekomunikacja, media, IT						+2,5%	22,0	15,8	7,1	6,6
Netia	sprzedaj	2018-04-06	5,27	4,30	5,25	-18,1%	47,8	57,7	6,1	6,4
Orange Polska	kupuj	2018-04-06	5,83	7,60	5,33	+42,6%	23,3	12,8	4,5	4,1
Play	trzymaj	2018-04-06	32,70	30,93	29,14	+6,1%	8,0	7,7	5,9	6,1
Agora	kupuj	2018-04-06	14,50	18,40	14,50	+26,9%	27,5	29,9	5,0	5,2
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-04-06	24,84	25,30	26,22	-3,5%	13,4	11,5	7,1	6,6
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-04-24	54,00	60,00	56,00	+7,1%	22,0	18,8	11,8	9,9
Asseco Poland	redukuj	2018-03-27	45,20	41,20	44,48	-7,4%	15,2	15,8	8,7	8,2
CD Projekt	sprzedaj	2018-04-06	114,90	90,80	137,00	-33,7%	66,0	19,8	52,2	15,1
Comarch	akumuluj	2018-05-09	145,00	166,50	145,00	+14,8%	20,9	15,4	8,2	7,2
Przemysł, surowce						+26,9%	10,6	6,4	7,1	5,0
Famur	kupuj	2018-05-09	5,94	6,95	5,94	+17,0%	17,0	13,3	8,2	7,1
Grupa Kęty	trzymaj	2018-05-09	353,00	363,01	353,00	+2,8%	12,3	12,4	8,8	8,6
JSW	kupuj	2018-05-09	79,32	109,12	79,32	+37,6%	4,2	5,7	2,2	2,6
Kemel	trzymaj	2018-05-09	50,80	53,04	50,80	+4,4%	10,8	5,7	7,3	4,9
KGHM	kupuj	2018-05-09	92,50	118,98	92,50	+28,6%	7,7	5,7	4,5	3,3
Stelmet	kupuj	2018-05-09	14,75	26,48	14,75	+79,5%	10,4	7,1	6,9	5,1
Budownictwo						+27,7%	11,0	10,7	5,1	4,8
Budimex	akumuluj	2018-04-06	215,00	234,00	183,40	+27,6%	11,3	11,8	4,9	5,1
Elektrobudowa	kupuj	2018-04-06	96,40	116,00	94,80	+22,4%	10,8	12,8	4,3	5,0
Erbud	akumuluj	2018-05-09	19,40	23,10	19,40	+19,1%	11,8	9,6	5,2	4,6
Unibep	kupuj	2018-04-06	7,50	10,10	6,92	+46,0%	7,9	6,8	5,2	4,1
Deweloperzy						+15,9%	8,8	9,1	7,9	7,8
Atal	akumuluj	2018-04-06	43,40	47,00	42,80	+9,8%	8,6	8,9	7,3	7,8
Capital Park	kupuj	2018-04-06	5,95	8,35	5,95	+40,3%	11,8	9,9	18,2	17,4
Dom Development	kupuj	2018-03-20	85,80	103,10	87,20	+18,2%	9,1	9,3	7,3	7,6
Echo	kupuj	2018-04-06	5,23	5,63	4,82	+16,8%	6,6	6,1	7,5	7,7
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	9,00	+6,7%	10,8	9,4	15,0	14,1
LC Corp	kupuj	2018-04-06	2,70	3,50	2,68	+30,6%	6,5	5,7	8,4	7,6
Handel						+13,0%	26,6	19,7	14,7	12,5
AmRest	redukuj	2018-04-06	449,50	426,00	513,00	-17,0%	54,0	42,4	17,3	13,8
CCC	akumuluj	2018-05-09	255,60	295,00	255,60	+15,4%	33,4	19,7	18,8	13,1
Dino	akumuluj	2018-05-09	96,65	103,50	96,65	+7,1%	29,7	22,2	18,5	14,2
Eurocash	kupuj	2018-04-06	24,41	30,70	23,64	+29,9%	24,8	19,2	8,0	6,9
Jeronimo Martins	akumuluj	2018-04-06	14,90	16,40 EUR	13,47	+21,8%	18,2	17,0	8,0	7,2
LPP	trzymaj	2018-05-09	9 260	9 500	9 260	+2,6%	26,6	22,6	14,7	12,5
TXM	kupuj	2018-05-09	2,10	5,44	2,10	+159,0%	11,9	4,6	7,7	4,2
Inne						+1,1%	11,1	10,1	7,4	6,8
PBKM	trzymaj	2018-04-06	77,00	76,83	76,00	+1,1%	11,1	10,1	7,4	6,8

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2018	2019	2018	2019
Spółki IT						14,9	11,1	6,3	6,0
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	16,95	+4,6%	20,2	17,5	9,3	7,7
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	27,80	-0,7%	16,1	14,7	10,7	9,9
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	12,05	+3,0%	11,0	10,5	4,9	4,5
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	4,48	+5,4%	10,4	9,4	6,3	6,0
Wasko	przeważaj	2018-03-28	2,25	2,09	-7,1%	14,9	11,1	6,0	5,2
Spółki przemysłowe						11,4	11,5	6,9	6,5
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	54,80	+16,6%	11,8	12,2	9,0	9,1
Amica	przeważaj	2018-01-05	130,00	127,00	-2,3%	7,1	7,6	5,5	5,1
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	24,00	+0,0%	13,1	12,6	7,7	7,4
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	8,72	-11,5%	11,0	10,6	7,1	6,7
Elemental	równoważ	2018-04-27	1,09	1,09	+0,0%	4,4	3,8	4,5	4,0
Ergis	równoważ	2018-04-27	4,06	3,77	-7,1%	8,2	7,1	5,8	5,2
Forte	równoważ	2018-04-27	50,70	50,20	-1,0%	21,5	13,2	13,6	10,3
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	67,00	+5,5%	21,0	20,4	11,6	11,3
Mangata	niedoważaj	2018-03-29	95,60	92,00	-3,8%	12,7	12,1	7,6	7,2
Pfleiderer Group	przeważaj	2018-04-27	37,30	37,50	+0,5%	18,2	16,2	6,4	5,9
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,53	+18,5%	6,5	3,6	5,8	2,5
Tarczyński	równoważ	2018-01-29	13,05	14,90	+14,2%	10,7	10,9	6,6	6,3
Budownictwo						12,0	8,0	4,9	4,2
Elektrotim	przeważaj	2017-11-16	7,61	7,98	+4,9%	9,1	10,9	4,5	4,9
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,04	-17,2%	10,2	7,1	5,3	4,4
Torpol	równoważ	2018-03-29	7,50	7,00	-6,7%	11,3	8,0	4,4	4,0
Trakcja	równoważ	2018-03-29	6,75	4,81	-28,7%	16,5	8,0	5,4	4,1
Ulma	równoważ	2018-03-29	66,50	73,50	+10,5%	13,2	11,0	3,9	3,5
ZUE	równoważ	2018-03-29	6,12	5,94	-2,9%	12,6	8,0	5,6	4,9
Deweloperzy						7,2	6,4	8,8	6,1
Archicom	przeważaj	2018-04-26	15,30	15,25	-0,3%	7,1	5,0	7,0	5,4
BBI Development	równoważ	2018-04-26	0,66	0,60	-9,1%	13,9	6,6	13,8	6,1
i2 Development	przeważaj	2018-01-12	14,90	17,60	+18,1%	4,8	5,1	5,7	6,1
JWC	niedoważaj	2018-03-29	4,16	3,71	-10,8%	6,7	4,9	6,4	4,7
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-03-29	17,80	16,40	-7,9%	5,5	6,2	4,1	4,7
PA Nova	równoważ	2018-03-29	22,30	22,70	+1,8%	7,4	8,6	10,8	12,0
Polnord	równoważ	2018-02-02	10,50	7,50	-28,6%	12,4	10,0	31,3	21,7
Ronson	równoważ	2018-04-03	1,32	1,30	-1,5%	9,3	7,4	10,7	9,2
Handel						12,7	9,3	6,9	6,0
Bytom	przeważaj	2017-11-28	2,50	2,61	+4,4%	11,9	10,8	7,4	6,5
Gino Rossi	równoważ	2017-11-28	1,29	0,51	-60,5%	13,6	7,1	6,4	5,6
Monnari	przeważaj	2017-11-28	8,21	6,82	-16,9%	8,6	7,8	4,1	2,9
Vistula	równoważ	2018-02-02	5,16	4,79	-7,2%	14,1	12,3	9,2	7,9

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
Agora	kupuj	kupuj	18,40	PLN	2018-04-06
AmRest	redukuj	trzymaj	426,00	PLN	2018-04-06
Archicom	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-04-26
Asseco SEE	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-04-26
Atal	akumuluj	akumuluj	47,00	PLN	2018-04-06
BBI Development	równoważ	równoważ	-	-	2018-04-26
Budimex	akumuluj	kupuj	234,00	PLN	2018-04-06
Capital Park	kupuj	kupuj	8,35	PLN	2018-04-06
CCC	kupuj	kupuj	295,00	PLN	2018-04-06
CD Projekt	sprzedaj	sprzedaj	90,80	PLN	2018-04-06
CEZ	redukuj	trzymaj	449,51	CZK	2018-04-06
Ciech	kupuj	kupuj	85,40	PLN	2018-04-06
Comarch	kupuj	trzymaj	166,50	PLN	2018-04-06
Cyfrowy Polsat	trzymaj	akumuluj	25,30	PLN	2018-04-06
Dino	kupuj	kupuj	103,50	PLN	2018-04-04
Echo	kupuj	kupuj	5,63	PLN	2018-04-06
Elektrobudowa	kupuj	kupuj	116,00	PLN	2018-04-06
Elemental	równoważ	równoważ	-	-	2018-04-27
Enea	kupuj	kupuj	11,78	PLN	2018-04-06
Energa	kupuj	kupuj	14,91	PLN	2018-04-06
Erbud	kupuj	kupuj	29,60	PLN	2018-04-06
Ergis	równoważ	równoważ	-	-	2018-04-27
Eurocash	kupuj	kupuj	30,70	PLN	2018-04-06
Famur	kupuj	kupuj	7,06	PLN	2018-04-06
Forte	równoważ	równoważ	-	-	2018-04-27
GetBack	zawieszona	kupuj	-	-	2018-04-16
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	357,21	PLN	2018-04-06
GTC	trzymaj	akumuluj	9,60	PLN	2018-04-06
Handlowy	kupuj	akumuluj	94,00	PLN	2018-04-06
Jeronimo Martins	akumuluj	akumuluj	16,40	EUR	2018-04-06
JSW	kupuj	kupuj	108,14	PLN	2018-04-06
KGHM	kupuj	akumuluj	115,43	PLN	2018-04-04
LC Corp	kupuj	kupuj	3,50	PLN	2018-04-06
Lotos	trzymaj	redukuj	51,73	PLN	2018-04-06
LPP	akumuluj	akumuluj	9500,00	PLN	2018-04-06
Millennium	redukuj	sprzedaj	7,00	PLN	2018-04-06
MOL	trzymaj	trzymaj	2898,00	HUF	2018-04-06
Netia	sprzedaj	redukuj	4,30	PLN	2018-04-06
Orange Polska	kupuj	kupuj	7,60	PLN	2018-04-06
PBKM	trzymaj	trzymaj	76,83	PLN	2018-04-06
Pfleiderer Group	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-04-27
PGE	kupuj	kupuj	12,89	PLN	2018-04-06
PGNiG	kupuj	kupuj	7,96	PLN	2018-04-06
PKN Orlen	redukuj	sprzedaj	76,89	PLN	2018-04-06
PKO BP	trzymaj	redukuj	38,00	PLN	2018-04-06
Play	trzymaj	trzymaj	30,93	PLN	2018-04-06
Prime Car Management	kupuj	kupuj	33,00	PLN	2018-04-06
Ronson	równoważ	niedoważaj	-	-	2018-04-03
Tauron	trzymaj	trzymaj	2,73	PLN	2018-04-06
Unibep	kupuj	kupuj	10,10	PLN	2018-04-06
Wirtualna Polska	akumuluj	akumuluj	56,40	PLN	2018-04-06
Wirtualna Polska	akumuluj	akumuluj	60,00	PLN	2018-04-24

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
CCC	akumuluj	kupuj	295,00 PLN	2018-05-09
CEZ	sprzedaj	redukuj	449,51 CZK	2018-05-09
Ciech	kupuj	kupuj	89,71 PLN	2018-05-09
Comarch	akumuluj	kupuj	166,50 PLN	2018-05-09
Dino	akumuluj	kupuj	103,50 PLN	2018-05-09
Erbud	akumuluj	kupuj	23,10 PLN	2018-05-09
Famur	kupuj	kupuj	6,95 PLN	2018-05-09
Getin Noble Bank	trzymaj	trzymaj	1,40 PLN	2018-05-09
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	60,99 PLN	2018-05-09
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	363,01 PLN	2018-05-09
JSW	kupuj	kupuj	109,12 PLN	2018-05-09
Kernel	trzymaj	trzymaj	53,04 PLN	2018-05-09
KGHM	kupuj	kupuj	118,98 PLN	2018-05-09
Lotos	trzymaj	trzymaj	52,81 PLN	2018-05-09
LPP	trzymaj	akumuluj	9500,00 PLN	2018-05-09
MOL	trzymaj	trzymaj	2954,00 HUF	2018-05-09
PGNiG	kupuj	kupuj	8,17 PLN	2018-05-09
PKN Orlen	redukuj	redukuj	76,73 PLN	2018-05-09
Polwax	kupuj	kupuj	16,69 PLN	2018-05-09
Stelmet	kupuj	kupuj	26,48 PLN	2018-05-09
TXM	kupuj	kupuj	5,44 PLN	2018-05-09

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	3,2%	2	4,2%
redukuj	4	4,2%	2	4,2%
niedoważaj	2	2,1%	0	0,0%
trzymaj	14	14,7%	7	14,6%
równoważ	21	22,1%	8	16,7%
akumuluj	10	10,5%	5	10,4%
kupuj	29	30,5%	23	47,9%
przeważaj	12	12,6%	1	2,1%

Kalendarium wydarzeń

Data	Wydarzenie
9 maj 11:30	Cognor Konferencja wynikowa 1Q'18 (Hotel Sheraton, Warszawa)
9 maj	ING BSK Publikacja wyników za 1Q'18
9 maj 11:00	ING BSK Konferencja wynikowa 1Q'18 (ul. Puławska 2, Warszawa)
9 maj	Moneta M Bank Publikacja wyników za 1Q'18
9 maj 12:00	Ronson Konferencja wynikowa 1Q'18 (Hotel Sheraton; Warszawa)
9 maj 13:00	ZPUE Konferencja wynikowa 1Q'18 (Hotel Westin; Warszawa)
10 maj	11 bit studios Publikacja wyników za 1Q'18
10 maj	Alior Bank Publikacja wyników za 1Q'18
10 maj 09:00	Alior Bank Konferencja wynikowa 1Q'18 (Hotel InterContinental, Warszawa; http://infostrefa.tv/alior/en/)
10 maj 16:00	CEZ Telekonferencja wynikowa 1Q'18 (+44 207 194 3759 PIN: 38374280#)
10 maj 10:00	Energa Konferencja wynikowa 1Q'18 (GPW; ul. Książęca 4, Warszawa)
10 maj 11:00	Feerum Konferencja wynikowa za 2017 rok (Hotel Sheraton; Warszawa)
10 maj	Grupa Azoty Publikacja wyników za 1Q'18
10 maj 12:00	Grupa Azoty Spotkania z Zarządem (Centrum Prasowe PAP, ul. Bracka 6/8, Warszawa)
10 maj	Impexmetal Publikacja wyników za 1Q'18
10 maj	mBank Publikacja wyników za 1Q'18
10 maj	Pekao Publikacja wyników za 1Q'18
10 maj 12:00	Pekao Konferencja wynikowa 1Q'18 (GPW; ul. Książęca 4, Warszawa)
11 maj	Citi Handlowy Publikacja wyników za 1Q'18
11 maj	Eurocash Publikacja wyników za 1Q'18
11 maj	OTP Bank Publikacja wyników za 1Q'18
11 maj	Polwax Publikacja wyników za 1Q'18

Kalendarium wydarzeń cd.

Data		Wydarzenie
14 maj	AmRest	Publikacja wyników za 1Q'18
14 maj	Boryszew	Publikacja wyników za 1Q'18
14 maj	Emperia	Publikacja wyników za 1Q'18
14 maj	12:30 Śnieżka	Konferencja wynikowa 1Q'18 (Atrium IBC, Al. Jana Pawła II 23, Warszawa)
15 maj	BOŚ Bank	Publikacja wyników za 1Q'18
15 maj	CCC	Publikacja wyników za 1Q'18
15 maj	Dino	Publikacja wyników za 1Q'18
15 maj	Elektrobudowa	Publikacja wyników za 1Q'18
15 maj	Erbud	Publikacja wyników za 1Q'18
15 maj	Ergis	Publikacja wyników za 1Q'18
15 maj	12:30 Ergis	Konferencja wynikowa 1Q'18 (Arkady Kubickiego, pl. Zamkowy 4; Warszawa)
15 maj	i2 Development	Publikacja wyników za 1Q'18
15 maj	KGHM	Publikacja wyników za 1Q'18
15 maj	Kruszwica	Publikacja wyników za 1Q'18
15 maj	LC Corp	Publikacja wyników za 1Q'18
15 maj	PGE	Publikacja wyników za 1Q'18
15 maj	RBI	Publikacja wyników za 1Q'18
15 maj	Skarbiec	Publikacja wyników za 1Q'18
15 maj	Unibep	Publikacja wyników za 1Q'18
16 maj	14:00 LC Corp	Konferencja wynikowa 1Q'18 (Centrum Konferencyjne, ul. Przyokopowa 33; Warszawa)
16 maj	12:00 Lokum Dewel.	Konferencja wynikowa 1Q'18 (Hotel Westin, ul. Jana Pawła II 21; Warszawa)
16 maj	Pfleiderer Group	Publikacja wyników za 1Q'18
16 maj	Tauron	Publikacja wyników za 1Q'18
16 maj	Ulma	Publikacja wyników za 1Q'18
16 maj	Vistula	Publikacja wyników za 1Q'18
17 maj	Apator	Publikacja wyników za 1Q'18
17 maj	BGŻ BNP Paribas	Publikacja wyników za 1Q'18
17 maj	Getin Noble	Publikacja wyników za 1Q'18
17 maj	Idea Bank	Publikacja wyników za 1Q'18
17 maj	JSW	Publikacja wyników za 1Q'18
17 maj	LPP	Publikacja wyników za 1Q'18
17 maj	Mangata	Publikacja wyników za 1Q'18
17 maj	PA Nova	Publikacja wyników za 1Q'18
17 maj	Trakcja	Publikacja wyników za 1Q'18
17 maj	TXM	Publikacja wyników za 1Q'18
18 maj	Gino Rossi	Publikacja wyników za 1Q'18
18 maj	10:30 JSW	Konferencja wynikowa 1Q'18 (GPW; ul. Książęca 4, Warszawa)
18 maj	Pozbud	Publikacja wyników za 1Q'18
21 maj	GTC	Publikacja wyników za 1Q'18
22 maj	Atal	Publikacja wyników za 1Q'18
22 maj	JWC	Publikacja wyników za 1Q'18
22 maj	Monnari	Publikacja wyników za 1Q'18
22 maj	Redan	Publikacja wyników za 1Q'18
22 maj	ZUE	Publikacja wyników za 1Q'18
23 maj	Alumetal	Publikacja wyników za 1Q'18
23 maj	PGNiG	Publikacja wyników za 1Q'18
23 maj	PKO BP	Publikacja wyników za 1Q'18
23 maj	Torpol	Publikacja wyników za 1Q'18
24 maj	CD Projekt	Publikacja wyników za 1Q'18
24 maj	Elektrotim	Publikacja wyników za 1Q'18
24 maj	Enea/LWB	Publikacja wyników za 1Q'18
25 maj	BBI Development	Publikacja wyników za 1Q'18
25 maj	Kernel	Publikacja wyników za 3Q'18 (1Q'18)
25 maj	PKP Cargo	Publikacja wyników za 1Q'18
25 maj	Tarczyński	Publikacja wyników za 1Q'18
28 maj	Capital Park	Publikacja wyników za 1Q'18
28 maj	CI Games	Publikacja wyników za 1Q'18
28 maj	Elemental	Publikacja wyników za 1Q'18
28 maj	Famur	Publikacja wyników za 1Q'18
29 maj	Archicom	Publikacja wyników za 1Q'18
29 maj	Ciech	Publikacja wyników za 1Q'18
29 maj	Echo Investment	Publikacja wyników za 1Q'18
29 maj	Forte	Publikacja wyników za 1Q'18
29 maj	Wojas	Publikacja wyników za 1Q'18
30 maj	Amica	Publikacja wyników za 1Q'18
30 maj	Bytom	Publikacja wyników za 1Q'18
30 maj	Herkules	Publikacja wyników za 1Q'18
30 maj	Polnord	Publikacja wyników za 1Q'18

5 cze

Chemical Event (hotel Regent, Warszawa) - wymagana rejestracja

Makroekonomia

Prognoza PKB w 1Q'18, RPP

Dysponując prawie pełnym kompletem danych za I kwartał, możemy potwierdzić naszą oryginalną prognozę – PKB wzrósł w I kwartale najprawdopodobniej o 4,8% r/r, przy zachowaniu solidnej dynamiki kwartalnej. Ważną rolę w tym pełni przyspieszenie budownictwa na początku roku. Jednocześnie, zmiany w aktywności gospodarczej na początku roku mówią naszym zdaniem dużo o trajektorii gospodarki w kolejnych kwartałach. Płaszczenie trendu w przemyśle i spowolnienie w gospodarce światowej będą bowiem łagodzone przez odbicie w inwestycjach. W konsekwencji, wzrost PKB w tym roku wyniesie średnio rzecz biorąc 4,6%. Dane z przemysłu i budownictwa nie zmieniają naszym zdaniem myślenia RPP, ale członkowie Rady mogą skupić się na negatywnych niespodziankach i postrzegać je jako potwierdzenie preferowanego przez siebie scenariusza. Co więcej – i tutaj naszym zdaniem wypowiedź J. Kropiwnickiego jest znamienna – w warunkach braku inflacji i spodziewanego systematycznego spowolnienia PKB część Rady może zacząć rozmyślać o łagodzeniu polityki pieniężnej w horyzoncie kilkuletnim. Ponieważ jednak miałyby to formę niekonwencjonalnych działań (wzorowanych zapewne na polityce banku centralnego Węgier), nie jest to czynnik o istotnym dla rynków znaczeniu. My podtrzymujemy naszą opinię, że wzrosty inflacji bazowej w II połowie roku (do tego dojdą zapewne efekty drugiego rzędu wyższych cen surowców) zaskoczą RPP, funkcjonującą w ramach zupełnie innego paradygmatu.

Produkcja przemysłowa

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w marcu o 1,8% r/r, poniżej konsensusu i naszej prognozy (odpowiednio, 3,0% i 4,2% r/r). Spowolnienie w stosunku do wyniku lutowego (7,4% r/r) to przede wszystkim efekt niekorzystnego układu kalendarza – różnica dni roboczych spadła z 0 do -1 r/r – ale również wysokiej bazy statystycznej, której wpływ szacowaliśmy na 1,5-2,0 pkt. proc. Tym niemniej, wynik przetwórstwa przemysłowego (0,6% r/r) okazał się być jeszcze gorszy od uwzględniających te czynniki przewidywań. Wygasanie impetu w przetwórstwie – w ostatnich miesiącach trochę maskowane przez bardzo silny wzrost produkcji energii z uwagi na niskie temperatury, zwłaszcza w marcu – jest jednak spójne zarówno z pogorszeniem koniunktury w strefie euro na początku roku, jak i ze skromnymi wskazaniami przemysłowego PMI dla Polski (tutaj PMI wygrywa ze wskaźnikami GUS). Wynik marca w przetwórstwie potwierdza również systematyczne spowolnienie (możemy też mówić o płaszczeniu trendu wzrostowego), które w ostatnich miesiącach stało się udziałem polskiego przemysłu. O ile przynajmniej część spowolnienia w europejskim przemyśle jest najprawdopodobniej związana z ograniczeniami podażowymi, o tyle z uwagi na wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych i obecność analogicznych problemów, przestrzeń do ponownego przyspieszania produkcji przemysłowej jest naszym zdaniem ograniczona w najbliższym czasie. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w ujęciu rocznym o 16,2% r/r, blisko konsensusu i nieco poniżej naszej prognozy. W ujęciu miesięcznym i po wyłączeniu czynników kalendarzowych i sezonowych zanotowano marginalny spadek produkcji. Sugeruje to, że spadek dynamiki w budownictwie to przede wszystkim efekt bazy (w marcu 2017 r. produkcja budowlana wzrosła o prawie 10% m/m!) i w dalszej kolejności również wspomniane wcześniej dni robocze. Możliwe też, że pogorszenie warunków pogodowych w marcu również negatywnie wpłynęło na wynik sektora budowlanego. Niemniej jednak, I kwartał b.r. był dla budownictwa jednym z najlepszych w historii.

Sprzedaż detaliczna

W marcu sprzedaż detaliczna wzrosła o 9,2% r/r w ujęciu nominalnym i o 8,8% r/r w cenach stałych, powyżej konsensusu opiewającego na 8,0% r/r realnie i naszej nieco bardziej optymistycznej prognozy (8,4% r/r realnie). Szybki przegląd kategorii wskazuje na tylko nieliczne źródła niespodzianek. Po pierwsze, sprzedaż samochodów zareagowała silniej na niekorzystnym układzie kalendarza niż się spodziewaliśmy (spadek dynamiki z +3,1% do -4,3% r/r). Po drugie, niekorzystne warunki pogodowe obniżyły sprzedaż odzieży i obuwniczą (spowolnienie z 16% do 9,1% r/r, prawdopodobnie z uwagi na niedopasowanie kolekcji wiosennych do zimowej aury) – tu nie było naszym zdaniem niespodzianki. Po trzecie, sprzedaż żywności zaskoczyła wyrażnie in plus i przyspieszyła z 5,6% do 17,3%, a w podobnej skali przyspieszyła skorelowana z nią sprzedaż w pozostałych niewyspecjalizowanych sklepach. Czynnikiem podbijającym te dwie kategorie był w pierwszej kolejności wczesny termin Wielkanocy, wymuszający realizację całości zakupów żywności w marcu. Dodatkowo, można pokusić się o hipotezę, że wprowadzony w marcu częściowy zakaz handlu w niedzielę mógł pozytywnie wpłynąć na sprzedaż w tych dwóch kategoriach z uwagi na zapasy czynione przez gospodarstwa domowe przed niedzielami niehandlowymi i możliwe przestrzelenie z ich wielkością. W kolejnych miesiącach ten efekt będzie wygasał w miarę dostosowywania planów zakupowych przez konsumentów. Po uwzględnieniu danych marcowych I kwartał b.r. zamknął się z najwyższą średnią dynamiką realnej sprzedaży detalicznej od 2011 r. Biorąc pod uwagę obecne relacje konsumpcji i sprzedaży detalicznej oraz rekordowe nastroje konsumentów, należy spodziewać się utrzymania dynamiki konsumpcji prywatnej w okolicy 5% również w I połowie b.r. Pozostanie ona głównym motorem napędowym PKB. Z punktu widzenia RPP dane mają neutralny charakter i nie zmieniają obrazu świata, szczególnie że również w danych o sprzedaży detalicznej nie widać wzrostu cen (stabilizacja deflatorów sprzedaży na niskich poziomach).

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w marcu o 3,7% r/r – zgodnie z oczekiwaniami. Można argumentować, że dodatkowy tysiąc zatrudnionych (m/m) mógł przechylić szalę na 3,8%, jednak to tylko arytmetyka (no i analiza czegoś, co faktycznie się nie wydarzyło). Zatrudnienie powinno powoli stabilizować się (a nawet może lekko spadać) w tej fazie cyklu, zwłaszcza biorąc pod uwagę wydłużony czas poszukiwania pracy, który dotychczasowe szybkie i grupujące się w pewnych miesiącach wzrosty zatrudnienia siłą rzeczy rozsmarowuje na nieco dłuższy okres. Przeciętne wynagrodzenie wzrosło o 6,7% r/r w marcu, w zasadzie bez zmian w stosunku do poprzedniego miesiąca (6,8% r/r). Obyło się też bez niespodzianki względem konsensusu i naszej prognozy (po 6,5% r/r). Prawdopodobnie na stabilizację rocznej dynamiki płacłożyło się spowolnienie w górnictwie (efekt bazy) i przetwórstwie przemysłowym (niekorzystny układ dni roboczych) oraz odbicie płac w energetyce i niektórych sektorach usługowych. Słowem – zmian struktury najprawdopodobniej w marcu nie zaobserwowano. Wielu obserwatorów polskiej gospodarki stabilizację dynamiki płac w ostatnich 6 miesiącach powitało jako potwierdzenie łagodnego scenariusza dla rynku pracy. Nie podzielałmy tego optymistycznego podejścia. Po pierwsze, trend wzrosty w dynamikach płac wcale się nie załamał i w ujęciu sekwencyjnym (m/m po odsezonowaniu) płace rosną w równym tempie od początku 2017 r. Po drugie, napięcia na rynku pracy wcale nie zmalały. Wręcz przeciwnie – odsetek przedsiębiorstw raportujących problemy ze znalezieniem pracowników cały czas rośnie. Problem ten dotyczy również branż o relatywnie wysokim poziomie wynagrodzeń. Wydaje

się zatem, że w równowadze, w której podaż pracy i popyt na nią spotkają się, płace powinny być znacząco wyższe.

Inflacja

Inflacja w marcu wyniosła 1,3% r/r. Obyło się bez niespodzianki względem odczytu flash – pisaliśmy, że szanse na rewizję są bardzo niskie (17%). Mając wgląd w kompozycję inflacji, możemy wreszcie powiedzieć coś więcej o naturze jej spadków. Dotychczas wiedzieliśmy, że niska okazała się realizacja cen żywności i to zostało potwierdzone; podobnie też potwierdziły się niskie odczyty cen paliw (choć naszym zdaniem wciąż nieco wyższe od naszych szacunków). Co ciekawe jednak, różni się szacunek odnośnie cen nośników energii (-0,5% m/m vs -0,2% m/m podane w odczycie flash), przy czym doszło do obniżki cen gazu, która miała nastąpić od kwietnia... Jako, że została już on przez GUS uwzględniona, ten czynnik obniżający inflację w kwietniu należałoby najprawdopodobniej traktować jako już zrealizowany. W przypadku inflacji bazowej kompozycja wskazuje raczej, że nie doszło do obniżki aż do 0,6% r/r, tylko do 0,7% r/r. To poprawia trajektorię na cały rok do 1,7-1,9% r/r na grudzień. Skala zaskoczenia jest jednak wciąż spora. Przede wszystkim dotyczy to turystyki zorganizowanej (rekreacja i kultura) oraz innych wydatków na towary i usługi (ubezpieczenia). Przynajmniej część tych zaskoczeń powinna się skorygować w kwietniu. Naszym zdaniem inflacja powinna wtedy sięgnąć 1,6%, a inflacja bazowa 0,8%. Koniec efektów aprecjacji złotego i coraz większe przełożenie płac na inflację cen usług będą prowadzić do wzrostów inflacji – przede wszystkim bazowej – do końca roku. Naszym zdaniem rynek póki co nie wycenia tego scenariusza, skupiając się na tymczasowym odchyleniu wskaźników inflacji od wartości „teoretycznej” (cokolwiek to znaczy). Uważamy, że do tej pory minął zbyt krótki okres od zamknięcia luki popytowej, aby negować działanie mechanizmów ekonomicznych. Z tego powodu wzrosty inflacji powinny zburzyć obecną ścieżkę oczekiwanych stóp procentowych oraz szampańskie nastroje w RPP. Możemy jednak zobaczyć obniżki oczekiwanych stóp, gdyż spora część uczestników rynku obstawiła – w zasadzie bez dowodu – że nagle GUS znacząco pomylił się (w dół) w szacunkach inflacji przy odczycie flash.

mBank Research

(E. Pytlarczyk, M. Mazurek, P. Bartkiewicz, K. Klimas)

research@mBank.pl

Finanse

Alior Bank

kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

micchal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Alior Banku. Ostatni słaby sentyment wynikał z ogłoszonej przez spółkę prognozy na 2018 rok, wpływu IFRS9 na kapitały, rezygnację członków Zarządu oraz spekulacji odnośnie połączenia z Bankiem Pekao. Obecnie oceniamy, że prawdopodobieństwo połączenia instytucji wzrosło i oceniamy je na 75%. Zakładamy, że ewentualne połączenie spółek będzie odbywało się poprzez wymianę akcji, a co za tym idzie będzie wymagać większościowej akceptacji WZA. Jednocześnie uważamy, że konsensus prognoz na 2018 rok jest obecnie niezagrożony (0,8 mld PLN), a spółka jest fundamentalnie niedowartościowana. Dodatkowo oczekujemy pozytywnej rewizji prognozy Zarządu na wyniki za 2018 rok szczególnie w obszarze kosztów.

Cena bieżąca

66,05 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

109,00 PLN

+65,0%

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

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	-4,3%	-3,1%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-16,9%	-9,3%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	20,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 537,5	Średni obrót 6M	21,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,9	-29,9%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	14,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 946	3 601	3 157	3 500
WNDB	3 241	3 797	4 125	4 505
Koszty	-1 619	-1 930	-1 631	-1 688
Saldo rezerw	-800	-930	-1 046	-1 122
Zysk netto	618	515	948	1 130
P/E	10,8	16,6	9,0	7,6
P/BV	1,4	1,3	1,1	0,9
ROE	12,7%	7,9%	12,8%	13,0%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P
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%

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 501	1 946	2 841	3 157	3 500
Wynik prowizyjny	332	331	453	466	490
Wynik handlowy	282	342	376	377	385
Pozostałe przychody netto	82	621	127	125	131
Wynik pozaodsetkowy	695	1 295	956	968	1 006
WNDB	2 196	3 241	3 797	4 125	4 505
Koszty operacyjne	1 138	1 619	1 930	1 631	1 688
Zysk operacyjny	1 058	1 622	1 867	2 494	2 818
Saldo rezerw	672	800	930	1 046	1 122
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	386	822	937	1 448	1 696
Podatek	77	73	221	275	322
Zyski mniejszościowych	-1	0	0	0	0
Podatek bankowy	0	131	201	225	243
Zysk netto	310	618	515	948	1 130

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	30 907	46 278	51 267	55 378	59 710
Pozostałe aktywa	9 096	14 931	18 227	17 225	18 583
Aktywa razem	40 003	61 210	69 494	72 603	78 293
Depozyty	33 664	51 369	57 614	60 464	64 696
Pozostałe zobowiązania	2 825	3 638	5 117	4 139	4 241
Udziały mniejszościowe	1	1	1	1	1
Kapitały własne	3 513	6 202	6 761	8 000	9 355

Wskaźniki

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

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		-21,74
Wartość godziwa na akcję		102,47
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		109,00

BZ WBK kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy naszą rekomendację kupuj dla BZ WBK bez zmian. Ostatnia przecena na walorach BZ WBK była wynikiem sprzedaży pierwszej z przynajmniej dwóch transzy akcji przez Deutsche Bank, niższą od oczekiwań dywidendą, ale również ze względu na słabą kompozycję wyników za 1Q'18. W chwili obecnej pozostawiamy nasze prognozy bez zmian (2,56 mld PLN zysku netto na 2018 rok) ponieważ wyniki w pozostałej części roku będą wsparte przez dywidendę z Aviva oraz prawdopodobną sprzedaż kredytów niepracujących. Dodatkowo Zarząd BZ WBK zaskoczył chęcią wypłaty zysku niepodzielonego z lat 2016-17 wraz z dywidendą za rok 2018. Oceniamy łączny DPS na poziomie 23 PLN/akcję, a wskaźnik DYield na 6,5%. Niemniej jednak podkreślamy, że pomimo wstępnych konsultacji Zarządu BZ WBK z KNF odnośnie wypłaty dywidendy w 2019 rok finalna rekomendacja będzie należeć do nadzorczy. Ponadto, ewentualna ustawa CHF spowodowałaby spadek zysku netto o maksymalnie 12% w pierwszym roku oraz skorygowałaby naszą wycenę o 20 PLN/akcję. Uważamy, że wycena rynkowa walorów BZ WBK jest atrakcyjna nawet biorąc pod uwagę ewentualny nawis podaży ze strony DB czy ustawę CHF. Ewentualne pozytywne zaskoczenie może pochodzić z wysokiej dywidendy w 2019 roku.

Cena bieżąca

357,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

430,00 PLN

+20,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	430,00 PLN	2018-03-05

Podstawowe dane			BZW PW	vs. WIG
Ticker	BZW PW	Zmiana 1M	+1,9%	+3,1%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	-9,7%	-2,1%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	11,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	35 506,1	Średni obrót 6M	19,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,0	-7,4%
Free float	30,0%	P/E 5Y avg	15,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	4 770	5 277	5 852	6 943	7 587
WNDB	7 606	7 764	8 613	9 965	10 655
Koszty	-3 368	-3 372	-3 653	-3 923	-3 902
Saldo rezerw	-785	-690	-746	-871	-928
Zysk netto	2 167	2 213	2 560	3 152	3 595
P/E	16,4	16,0	14,1	11,6	10,2
P/BV	1,8	1,6	1,3	1,2	1,1
ROE	11,1%	10,6%	10,4%	11,1%	11,8%
DPS	21,33	5,40	6,69	12,55	15,46
DYield	6,0%	1,5%	1,9%	3,5%	4,3%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
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
		478,62
Podatek bankowy		-74,39
Wartość godziwa na akcję		404,23
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		430,00

Getin Noble Bank trzymaj (podtrzymana)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

micchal.konarski@mbank.pl

Obniżamy naszą cenę docelową dla GNB do 1,40 PLN na akcję, ale podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj. Choć nasze prognozy wskazują obecnie na zysk netto w 2018 roku, wobec oczekiwanej poprzednio straty, to zmiana ta w głównej mierze wynika ze zdarzeń jednorazowych, które rekompensują dalszy spadek naszych oczekiwań na przychodach podstawowych. W naszych nowych prognozach założyliśmy większą emisję akcji (dodatkowe 490 mln PLN), ale nie włączyliśmy dodatkowych instrumentów Tier 1. Emisja tych instrumentów na atrakcyjnych warunkach jest w znaczącej części zależna od poprawy wyników banków w kolejnych latach. Uważamy, że w 2019 roku emisja taka może być utrudniona ze względu na wyniki banku, które bez zdarzeń jednorazowych (utrata kontroli nad Noble Securities) w 2018 roku nadal będą ujemne. Jednocześnie brak emisji instrumentów Tier 1 spowoduje dojście banku do minimalnych wymaganych wskaźników wypłacalności dopiero w 2020 roku. Nasza cena docelowa implikuje wycenę GNB na poziomie 0,3x P/BV. Uważamy, że wyższa wycena zależeć będzie od progresu jaki bank wykona w celu poprawy wyników w kolejnych kwartałach, a co za tym idzie uprawdopodobni emisję dodatkowych instrumentów Tier 1.

RZiS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	1 317	1 297	1 175	1 337	1 542
Wynik prowizyjny	126	154	162	187	207
Wynik handlowy	177	217	177	90	93
Pozostałe przychody netto	-62	-188	-98	-54	-39
Wynik pozaodsetkowy	241	183	242	223	261
WNDB	1 558	1 480	1 417	1 560	1 802
Koszty operacyjne	859	895	902	903	902
Zysk operacyjny	699	585	514	657	900
Saldo rezerw	700	1 261	475	482	488
Udział w jednostkach zał	-3	15	24	5	5
Wynik brutto	-4	-661	64	180	418
Podatek	12	-88	12	34	79
Zyski mniejszościowych	-4	-2	-2	-2	-2
Podatek bankowy	38	0	0	0	0
Zysk netto	-59	-575	50	144	337

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-20)	-444	-12%
Korekta o PV	213	6%
Etap II (2021-35)	2 064	54%
Etap III (2036-55)	1 254	33%
Wartość rezydualna	716	19%
Wartość godziwa	3 801	100%
Liczba akcji (mln)	1 081	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	3,52	
Cena docelowa za 9M (PLN)	3,74	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	4 264	114%
Etap I (2018-20)	-571	-15%
Korekta o PV	23	1%
Etap II (2021-35)	-131	-3%
Etap III (2036-55)	166	4%
Wartość godziwa	3 751	100%
Liczba akcji (mln)	1 081	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	3,47	
Cena docelowa za 9M (PLN)	3,69	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	3 801
Zyski ekonomiczne	50%	3 751
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		3 776
Podatek bankowy		-2,17
Wartość godziwa na akcję		1,32
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		1,40

Cena bieżąca

1,17 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

1,40 PLN

+19,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	1,40 PLN	2018-05-09	
poprzednia	trzymaj	1,50 PLN	2018-03-05	
Podstawowe dane			GNB PW	vs. WIG
Ticker	GNB PW	Zmiana 1M	-13,3%	-12,2%
ISIN	PLGETBK00012	Zmiana YTD	-27,8%	-20,1%
Liczba akcji (mln)	1 044,6	Średni obrót 1M	1,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 222,1	Średni obrót 6M	2,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,0	-14,7%
Free float	49,8%	P/E 5Y avg	12,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	1 317	1 297	1 175	1 337	1 542
WNDB	1 537	1 480	1 417	1 560	1 802
Koszty	-859	-895	-902	-903	-902
Saldo rezerw	-660	-1 261	-475	-482	-488
Zysk netto	-42	-575	50	144	337
P/E	-	-	23,6	8,8	3,8
P/BV	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2
ROE	-	-	1,1%	3,0%	6,5%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy			-12,0%	-6,3%	-
Wynik prowizyjny			-13,6%	-12,9%	-
Koszty razem			-10,7%	-11,4%	-
Saldo rezerw			-	-8,6%	-
Zysk netto			-	-8,8%	-

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Kredyty netto	46 634	42 712	42 045	42 031	42 438
Pozostałe aktywa	19 526	17 124	18 352	19 661	21 094
Aktywa razem	66 160	59 836	60 397	61 691	63 532
Depozyty	53 041	48 614	46 664	45 325	45 516
Pozostałe zobowiązania	8 362	6 906	8 977	11 367	12 642
Udziały mniejszościowe	7	0	0	0	0
Kapitały własne	4 750	4 315	4 755	4 999	5 374

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
NIM	2,0%	2,1%	2,0%	2,3%	2,6%
C/I	55,1%	60,5%	63,7%	57,9%	50,1%
CoR	1,4%	2,6%	1,0%	1,1%	1,1%
NPL Ratio	14,7%	15,8%	14,4%	13,2%	12,0%
Tier 1	11,6%	9,6%	11,6%	12,3%	13,2%

Handlowy kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Banku Handlowego. 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. Bank Handlowy powinien być także beneficjentem rosnącego popytu na kredyty korporacyjne, które są jego głównym produktem i stanowią około 62% wszystkich kredytów. Finalnie oczekujemy dobrych wyników za 1Q'18, które powinny spowodować wzrost konsensusu.

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

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

Cena bieżąca	79,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	94,00 PLN	+17,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	94,00 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane		BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	+3,5% +4,7%
ISIN	PLBH000000012	Zmiana YTD	-2,5% +5,1%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	2,4 mln PLN
MC (mln PLN)	10 426,6	Średni obrót 6M	2,9 mln PLN
		P/E 12M fwd	15,4 -3,4%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,9 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 004	1 082	1 184	1 384
WNDB	2 082	2 079	2 278	2 509
Koszty	-1 202	-1 192	-1 266	-1 302
Saldo rezerw	-46	-103	-86	-94
Zysk netto	602	536	632	769
P/E	17,3	19,5	16,5	13,6
P/BV	1,5	1,5	1,5	1,4
ROE	8,8%	7,8%	9,1%	10,9%
DPS	4,68	4,60	4,10	4,84
DYield	5,9%	5,8%	5,1%	6,1%
Zmiana prognoz			2018P	2019P
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	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%

ING BSK akumuluj (bez zmian)

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

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. Pozostawiamy naszą rekomendację akumuluj bez zmian.

Cena bieżąca	197,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	212,00 PLN	+7,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	212,00 PLN	2018-03-05

Podstawowe dane			ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	+1,1%	+2,3%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	-2,7%	+5,0%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	2,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	25 629,7	Średni obrót 6M	5,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	15,6	-2,2%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	2 953	3 453	3 783	4 217	4 593
WNDB	4 325	4 756	5 157	5 650	6 059
Koszty	-2 099	-2 123	-2 202	-2 309	-2 406
Saldo rezerw	-301	-421	-484	-543	-598
Zysk netto	1 253	1 403	1 572	1 783	1 940
P/E	20,5	18,3	16,3	14,4	13,2
P/BV	2,4	2,2	1,9	1,7	1,5
ROE	11,8%	12,6%	12,6%	12,7%	12,3%
DPS	4,30	0,00	3,24	3,63	4,11
DYield	2,2%	0,0%	1,6%	1,8%	2,1%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	2 953	3 453	3 783	4 217	4 593
Wynik prowizyjny	1 065	1 183	1 248	1 301	1 327
Wynik handlowy	287	117	123	129	136
Pozostałe przychody netto	19	3	3	3	3
Wynik pozaodsetkowy	1 371	1 303	1 374	1 433	1 466
WNDB	4 325	4 756	5 157	5 650	6 059
Koszty operacyjne	2 099	2 123	2 202	2 309	2 406
Zysk operacyjny	2 225	2 633	2 955	3 341	3 653
Saldo rezerw	301	421	484	543	598
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	1 925	2 212	2 471	2 798	3 055
Podatek	391	479	519	588	641
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	280	330	380	427	473
Zysk netto	1 253	1 403	1 572	1 783	1 940

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	

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 redukuje (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację redukuje dla Banku Millennium. Nasze negatywne nastawienie do Banku Millennium wynika z otoczenia regulacyjnego, które powoduje, że bank musi utrzymywać bardzo wysokie bufory kapitałowe i nie może ich przeznaczyć na znaczącą dywidendę. Uważamy, że zmniejszenie presji regulacyjnej 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. Istotna zmiana podejścia do Banku Millennium może nastąpić wraz z ewentualną fuzją, która poprawi rentowność banku w krótkim terminie lub bardziej zdecydowanym wzrostem sumy bilansowej.

Cena bieżąca

8,42 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,00 PLN

-16,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	7,00 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	+1,4%	+2,6%
ISIN	PLBIG00000016	Zmiana YTD	-5,8%	+1,8%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M		6,0 mln PLN
MC (mln PLN)	10 214,4	Średni obrót 6M		8,2 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,0	-1,8%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	13,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 506	1 696	1 797	1 935
WNDB	2 628	2 650	2 774	2 943
Koszty	-1 112	-1 156	-1 320	-1 365
Saldo rezerw	-231	-255	-278	-298
Zysk netto	701	681	722	794
P/E	14,6	15,0	14,2	12,9
P/BV	1,5	1,3	1,2	1,1
ROE	10,5%	9,3%	8,8%	8,7%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,15
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%
Zmiana prognoz			2018P	2019P
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%

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)		8,55
Podatek bankowy		-1,96
Wartość godziwa na akcję		6,58
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		7,00

Pekao kupuj (bez zmian)

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

Nasza obecna rekomendacja kupuj dla Banku Pekao odzwierciedla możliwości dywidendowe banku (100% wypłaty przez kolejne dwa lata), niskie ryzyko operacyjne związane ze znikomą ekspozycją na kredyty CHF oraz pozycję lidera w segmencie korporacyjnym, który będzie głównym czynnikiem wzrostu rynku kredytów w 2018 roku. Szacujemy, że wzrost kredytów w Banku Pekao przyspieszy do 10%+ w 2018 roku, pierwszy raz od 2004 roku. Katalizatorem dla wzrostu kursu akcji Pekao może być wejście na ścieżkę realizacji ROE na poziomie 14% założonym w strategii banku na 2020 rok. Z drugiej strony rynek negatywnie reaguje na rosnące prawdopodobieństwo na fuzję z Alior Bankiem, której prawdopodobieństwo oceniamy obecnie na 75%. Niemniej jednak fuzja nie została ujęta w naszych prognozach. Finalnie uważamy, że ewentualna fuzja odbędzie się jedynie poprzez wymianę akcji, co wiąże się z przekonaniem do niej większości akcjonariuszy na WZA.

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

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	

Cena bieżąca 114,70 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 157,00 PLN **+36,9%**

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

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	-6,5%	-5,4%
ISIN	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	-11,4%	-3,8%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	72,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	30 105,3	Średni obrót 6M	73,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,3	-23,1%
Free float	49,9%	P/E 5Y avg	16,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 382	4 593	4 975	5 642
WNDB	7 302	7 278	7 568	8 397
Koszty	-3 494	-3 535	-3 613	-3 703
Saldo rezerw	-501	-521	-627	-708
Zysk netto	2 279	2 475	2 184	2 653
P/E	13,2	12,2	13,8	11,3
P/BV	1,3	1,3	1,3	1,2
ROE	9,8%	10,7%	9,4%	11,1%
DPS	8,70	8,68	7,90	8,32
DYield	7,6%	7,6%	6,9%	7,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P
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	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%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	47 563
Zyski ekonomiczne	50%	44 581
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		46 072
Podatek bankowy		-27,99
Wartość godziwa na akcję		147,59
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		157,00

PKO BP trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj dla banku PKO BP. Ostatnia przecena walorów spowodowana była przez coraz bardziej odległe oraz mniej pewne podwyżki stóp procentowych, których konsensus prognoz nadal oczekuje na 2018 rok. Z tego powodu uważamy, że w obecnym roku PKO BP może nie zrealizować konsensusu prognoz. Finalnie, PKO BP posiada największą ekspozycję nominalną na kredyty CHF. Wprowadzenie ustawy CHF zaproponowanej przez Prezydenta RP spowoduje spadek zysku netto nawet o około 14% 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 zostało odzwierciedlone w wycenie rynkowej. Z drugiej strony, wszelkie negatywne niespodzianki mogą doprowadzić do dalszej przeceny walorów.

Cena bieżąca

41,37 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

38,00 PLN

-8,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	38,00 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+5,1%	+6,3%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-6,6%	+1,0%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	68,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	51 712,5	Średni obrót 6M	88,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,1	+6,3%
Free float	68,6%	P/E 5Y avg	13,3	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	7 755	10 919	9 216	10 367
WNDB	12 121	12 803	13 355	14 626
Koszty	-5 590	-6 024	-6 209	-6 458
Saldo rezerw	-1 623	-1 620	-1 718	-1 843
Zysk netto	2 874	3 104	3 313	3 973
P/E	18,0	16,7	15,6	13,0
P/BV	1,6	1,4	1,3	1,2
ROE	9,1%	9,0%	8,7%	9,5%
DPS	0,00	0,00	0,55	0,66
DYield	0,0%	0,0%	1,3%	1,6%
Zmiana prognoz			2018P	2019P
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%

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	7 029	7 755	8 606	9 216	10 367
Wynik prowizyjny	2 851	2 693	2 969	3 092	3 190
Wynik handlowy	508	1 024	518	487	497
Pozostałe przychody netto	513	649	710	560	571
Wynik pozaodsetkowy	3 872	4 366	4 197	4 139	4 258
WNDB	10 900	12 121	12 803	13 355	14 626
Koszty operacyjne	6 272	5 920	6 024	6 209	6 458
Zysk operacyjny	4 629	6 200	6 779	7 147	8 168
Saldo rezerw	1 476	1 623	1 620	1 718	1 843
Udział w jednostkach zal.	38	35	22	31	32
Wynik brutto	3 191	4 612	5 181	5 460	6 358
Podatek	-590	-907	-1 140	-1 147	-1 335
Zyski mniejszościowych	8	-2	-5	-5	-6
Podatek bankowy	0	829	932	995	1 044
Zysk netto	2 610	2 874	3 104	3 313	3 973

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	190 414	200 607	205 628	224 436	238 317
Pozostałe aktywa	76 526	84 966	91 284	91 885	96 037
Aktywa razem	266 940	285 573	296 912	316 321	334 354
Depozyty	195 759	205 066	218 800	230 755	248 891
Pozostałe zobowiązania	40 917	47 938	41 856	45 793	41 801
Udziały mniejszościowe	-18	-16	-11	-22	-24
Kapitały własne	30 283	32 585	36 267	39 795	43 686

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017	2018P	2019P
NIM	2,9%	3,0%	3,0%	3,1%	3,3%
C/I	57,5%	48,8%	47,1%	46,5%	44,2%
CoR	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
NPL Ratio	6,6%	5,9%	5,5%	5,5%	5,5%
Tier 1	13,3%	14,5%	16,5%	16,3%	17,3%

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)		56 793
		45,43
Podatek bankowy		-9,71
Wartość godziwa na akcję		35,72
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		38,00

Komercni Banka kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiam bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Komercni Banka oraz cenę docelową. Uważamy, że wyniki Komercni Banka na lata 2018-19 są niedoszacowane przez rynek. Zakładając, że KB powtórzy wynik z 1Q'18 w pozostałej części roku (bez resolution fund) konsensus prognoz na cały rok jest obecnie za niski aż o 10%. Wysoka rentowność Komercni Banka przekłada się na wskaźnik DYield na poziomie około 4%-5% (przy wypłacie 55% zysku netto) w kolejnych dwóch latach. Wobec polskiego sektora bankowego KB reprezentuje wyższy poziom ROE (13% wobec 8%), DYield (ponad 4% wobec 3%) oraz brak ryzyka systemowego. Pomimo sprzyjającego środowiska operacyjnego Komercni Banka nie doświadczyło re-ratingu, tak jak to miało miejsce w polskim sektorze bankowym. Uważamy, że Komercni Banka nie powinno być notowane z dyskontem do takich banków jak PKO BP czy BZ WBK. Obecna wycena rynkowa stwarza okazję inwestycyjną.

Cena bieżąca	910,50 CZK	potencjał zmiany
Cena docelowa	1 111,00 CZK	+22,0%

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

Podstawowe dane		KOMB CP	vs. WIG
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	-0,5% +0,7%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+4,9% +12,5%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	125,9 mln CZK
MC (mld CZK)	172,0	Średni obrót 6M	134,6 mln CZK
		P/E 12M fwd	12,8 -8,3%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	13,9 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	21 069	20 808	24 595	27 952
WNDB	31 751	31 060	34 082	37 686
Koszty	-14 026	-13 374	-14 692	-15 061
Saldo rezerw	-1 817	391	-1 388	-1 534
Zysk netto	13 689	14 930	14 755	17 332
P/E	12,6	11,5	11,7	9,9
P/BV	1,7	1,8	1,5	1,4
ROE	13,4%	15,0%	13,8%	14,2%
DPS	62,00	40,00	47,00	43,00
DYield	6,8%	4,4%	5,2%	4,7%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	
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%	

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

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
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
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	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

37,90 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

40,00 EUR

+5,5%

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

Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	-6,6%	-5,5%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+5,0%	+12,6%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	27,7 mln EUR	
MC (mln EUR)	16 289,4	Średni obrót 6M	25,2 mln EUR	
		P/E 12M fwd	11,3	-2,2%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	11,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 375	4 353	4 530	4 706
WNDB	6 484	6 475	6 770	7 030
Koszty	-4 028	-4 158	-4 132	-4 192
Saldo rezerw	-196	-132	-271	-342
Zysk netto	1 265	1 316	1 409	1 516
P/E	12,9	12,4	11,6	10,7
P/BV	1,3	1,2	1,0	0,9
ROE	10,8%	10,0%	9,5%	9,0%
DPS	0,50	1,00	1,20	1,06
DYield	1,3%	2,6%	3,2%	2,8%
Zmiana prognoz			2018P	2019P
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 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 2018, ale o 4% powyżej na rok 2019. Oczekujemy, że zysk netto OTP Bank wzrośnie o 1% w 2018 roku oraz o 9,0% w 2019 roku. Niski wzrost wyniku w 2018 roku będzie, naszym zdaniem, spowodowany przez wysokie koszty operacyjne a w tym koszty integracji nowych biznesów oraz normalizację po stronie salda rezerw. Prezes OTP Banku zapowiedział, że ambicją banku jest około 5 akwizycji w najbliższym czasie, co może wskazywać na kolejne koszty integracji jak i synergii 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
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2018
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

10 670,00 HUF

potencjał zmiany
Cena docelowa

12 090,00 HUF

+13,3%

	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	-7,5%	-6,4%
ISIN	HU0000061726	Zmiana YTD	-0,5%	+7,2%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M		4,6 mld HUF
MC (mld HUF)	2 849,3	Średni obrót 6M		5,0 mld HUF
		P/E 12M fwd	10,9	+8,2%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	10,1	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	522	547	605	629
WNDB	738	809	885	922
Koszty	-400	-442	-463	-466
Saldo rezerw	-93	-46	-75	-79
Zysk netto	202	281	263	287
P/E	14,1	10,1	10,8	10,0
P/BV	2,0	1,7	1,6	1,4
ROE	15,3%	18,4%	15,3%	15,1%
DPS	173,01	199,22	253,21	260,44
DYield	1,6%	1,9%	2,4%	2,4%
Zmiana prognoz			2018P	2019P
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

(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 (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację 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. Zagrożeniem dla prognoz rynkowych jak i naszych jest ponowny powrót kwestii zadośćuczynień. Zgodnie z uchwałą SN, sąd może przyznać zadośćuczynienie za krzywdę osobom najbliższym poszkodowanego, który na skutek czynu niedozwolonego doznał ciężkiego i trwałego uszczerbku na zdrowiu. Pierwszych rezerw oczekujemy w wynikach za 1Q'18, ale ich finalna wielkość jest nadal ciężka do oszacowania.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Składka przypisana brutto	18 359	20 219	22 847	23 179	23 815
Składka zarobiona netto	17 385	18 625	21 354	21 668	22 263
Odszkodowania i świadcze	-11 857	-12 732	-14 942	-14 644	-15 030
Wynik inwestycyjny	1 739	1 300	1 895	2 208	2 276
Koszty akwizycji	-2 376	-2 613	-2 901	-3 186	-3 280
Koszty administracyjne	-1 658	-1 633	-1 610	-1 816	-1 844
Pozostałe przychody/koszt	164	-604	-773	-696	-702
Wynik na działalności bank	0	691	2 487	4 055	4 879
Wynik operacyjny	2 939	3 034	5 510	7 111	7 756
Koszty finansowe	0	0	0	0	0
Jednostki zależne	0	-3	16	-3	-3
Zysk brutto	2 939	3 031	5 526	7 108	7 753
Podatek dochodowy	-602	-614	-1 293	-1 331	-1 398
Zysk mniejszości	4	470	1 323	2 418	2 922
Zysk netto	2 342	1 947	2 910	3 359	3 433

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Cena bieżąca 39,95 PLN potencjał zmiany

Cena docelowa 50,58 PLN +26,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	50,58 PLN	2018-03-05

Podstawowe dane			PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-4,0%	-2,8%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-5,2%	+2,4%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	57,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	34 497,7	Średni obrót 6M	63,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,6	-16,0%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	12,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P
Skł. przyp. brutto	20 219	22 847	23 179	23 815
Odszkodowania	-12 732	-14 942	-14 644	-15 030
Wynik inw.	1 300	1 895	1 971	1 717
Koszty razem	-4 246	-4 511	-5 243	-5 370
Zysk netto	1 947	2 910	3 359	3 433
P/E	17,7	11,9	10,3	10,0
P/BV	2,7	2,4	2,2	2,1
ROE	15,0%	21,1%	22,2%	21,4%
DPS	2,08	1,40	2,70	3,11
DYield	5,2%	3,5%	6,7%	7,8%
Zmiana prognoz			2018P	2019P
Składka przypisana brutto			0,0%	0,0%
Odszkodowania			0,0%	0,0%
Wynik inwestycyjny			0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Aktywa finansowe	89 306	105 228	281 854	285 658	287 414
Pozostałe aktywa	16 123	20 117	35 551	32 170	33 521
Aktywa razem	105 429	125 345	317 405	317 829	320 935
Rezerwy techniczne	41 280	42 194	44 558	50 397	51 693
Pozostałe zobowiązania	48 970	66 024	235 246	227 680	227 914
Udziały mniejszościowe	2 255	4 117	22 979	24 056	24 888
Kapitały własne	12 924	13 010	14 622	15 695	16 440

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Odszkodowań	76,3	68,7	70,0	67,6	67,5
Kosztów ogółem	21,5	21,1	21,1	24,2	24,1
Zwrot na portfelu	7,5	4,6	3,6	3,9	4,8
COR majątku	95,5	95,7	90,5	95,0	94,9
Marża op w Życiu	22,79	24,05	39,01	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

Kruk kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Kruka jak i nasze prognozy. Po ogłoszeniu wyników za 1Q'18 Kruk podtrzymał prognozę wzrostu EPS 15%+. Jednocześnie Zarząd Kruka oczekuje nakładów w przedziale 1,0 mld PLN – 1,2 mld PLN w 2018 roku wobec 1,2 mld PLN poprzednio oczekiwanych. Z jednej strony nakłady w Polsce mają być wyższe niż pierwotnie oczekiwano a z drugiej strony nakłady na wszystkich zagranicznych rynkach niższe niż w poprzednim roku. Wiadomość lekko negatywna. Nasza prognoza nadal wskazuje na nakłady na poziomie 1 177 mln PLN w 2018 roku. W chwili obecnej nie będziemy jej rewidować ponieważ uważamy, że istnieje bardzo wysoka szansa, że Kruk dokona przejęcia portfeli z rynku wtórnego np. w ramach konsolidacji rynku. Ponadto, w dalszym ciągu podkreślamy, że Kruk powinien pozostać pośrednim beneficjentem ostatnich programów rządowych, takich jak podatek bankowy, IFRS9 czy Rodzina 500+, ze względu na rosnącą podaż wierzycielności 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.

RZiS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Nabyte pakiety wierzytelności	454	559	643	748	834
Usługi windykacyjne	9	15	18	20	20
Pozostałe produkty	13	15	19	21	23
Marża pośrednia	477	589	680	789	878
Koszty ogólne	117	148	157	169	190
Wynik na pozostałej działalności	3	-2	-3	-4	-4
EBITDA	363	439	519	616	683
Amortyzacja	14	19	22	24	26
EBIT	349	421	498	592	657
Przychody/koszty finansów	-63	-86	-105	-130	-165
Zysk brutto	286	335	393	462	492
Podatek dochodowy	38	-40	39	46	49
Zysk netto	249	295	353	415	442
Nakłady na nowe portfele	1 286	977	1 177	1 400	1 593
Splaty	-992	-1 369	-1 699	-1 985	-2 152

Wycena DDM oraz EVA

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

Podsumowanie DCF

	(mln PLN)
Suma FCF	220
Wartość rezydualna (TV)	9 853
Wzrost FCF po prognozie	3,3%
Zdykontowana 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

Cena bieżąca 220,00 PLN
Cena docelowa 300,94 PLN
potencjał zmiany +36,8%

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

Podstawowe dane	KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M -11,9% -10,7%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD -14,2% -6,6%
Liczba akcji (mln)	18,7	Średni obrót 1M 12,8 mln PLN
MC (mln PLN)	4 123,7	Średni obrót 6M 15,9 mln PLN
EV (mln PLN)	-	EV/EBITDA 12M fwd 12,0 -6,7%
Free float	87,0%	EV/EBITDA 5Y avg 12,8 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody ogółem	783	1 055	1 161	1 301	1 463
z zakupu wierzytel.	725	972	1 071	1 207	1 364
z inkasa	32	59	61	62	63
Koszty operacyjne	-117	-144	-148	-169	-190
Zysk netto	249	295	353	415	442
P/E	16,3	14,0	11,7	9,9	9,3
P/BV	3,2	2,8	2,3	2,0	1,8
ROE	24,6%	21,9%	21,8%	21,5%	20,1%
DPS	2,00	2,26	5,00	5,66	11,08
DYield	0,9%	1,0%	2,3%	2,6%	5,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Środki pieniężne	267	173	154	180	213
Zakupione wierzytelności	2 648	3 169	3 732	4 355	5 160
Pozostałe aktywa	181	218	126	140	155
Aktywa razem	3 096	3 560	4 012	4 674	5 528
Kredyty i pożyczki	1 646	1 897	2 052	2 375	2 968
Pozostałe zobowiązania	212	202	186	216	242
Kapitały własne	1 238	1 461	1 774	2 084	2 318

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Dług netto / KW	111,4	118,0	107,0	105,4	118,9
Dług netto / EBITDA	380,4	392,3	365,4	356,4	403,3
Marża EBITDA	46,3	41,6	44,8	47,3	46,7
Marża EBIT	44,6	39,9	42,9	45,5	44,9
EV / Cash EBITDA	8,94	7,32	5,56	4,79	4,92

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

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 uruchomienie programu motywacyjnego w 2019 roku, a co za tym idzie osiągnięcie zysku netto na poziomie 44 mln PLN może być poza zasięgiem firmy. Obecnie oczekujemy wyniku netto na poziomie 35,9 mln PLN w 2018 roku oraz 41,3 mln PLN w 2019 roku. Ponadto nasze prognozy przewidują redukcję dywidendy do 60% wypłaty w 2019 roku, tak aby wskaźnik dług/KW nie przekroczył 4,0x. Niemniej jednak uważamy, że DYield na poziomie 15-7% w kolejnych latach przedstawia się bardzo konkurencyjne wobec innych spółek finansowych na polskim rynku. Finalnie uważamy, że spółka ma nadal bardzo dobre perspektywy rozwoju zmieniając profil rozwoju z leasingu finansowego i segmentu FSL do abonamentu oraz wynajmu krótkoterminowego 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.

RZiS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	435	467	497	543	582
z leasingu operacyjnego	146	144	140	149	158
z prowizji i opłat	235	265	292	313	325
odsetkowe	44	53	60	76	93
pozostałe	9	6	5	5	5
Koszty	402	435	466	507	544
napraw i serwisu	200	226	244	263	274
amortyzacja leasingu	118	111	117	122	127
ogólnego zarządu	43	44	48	51	53
odsetkowe	38	48	54	68	86
pozostałe	4	6	4	4	4
Wynik na remarketingu	14	14	15	17	18
Zysk (strata) brutto	46	46	46	53	56
Podatek dochodowy	-10	-10	-10	-11	-12
Zysk (strata) netto	36	36	36	41	44

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
PV Dywidend (Etap I)	111	29%
PV Dywidend (Etap II)	68	18%
PV wartości rezydualnej	204	53%
Wartość godziwa na 07/2017	383	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	23	
Wartość godziwa	405	
Liczba akcji (mln)	11,9	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	34,05	
Cena docelowa za 9M (PLN)	36,22	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowy TNAV	454	139%
Etap I (2017-2027)	-48	-15%
Etap II - 20-lat	-80	-24%
Wartość godziwa na 01/2017	326	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	7	
Wartość godziwa	333	
Liczba akcji (mln)	11,9	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	27,99	
Cena docelowa za 9M (PLN)	29,78	

Cena bieżąca 20,90 PLN potencjał zmiany

Cena docelowa

33,00 PLN

+57,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	33,00 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane	PCM PW	Zmiana 1M	PCM PW	vs. WIG
Ticker	PLPRMCM00048	Zmiana YTD	-12,2%	-11,0%
ISIN			-26,8%	-19,1%
Liczba akcji (mln)	11,9	Średni obrót 1M		0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	248,9	Średni obrót 6M		0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	260,8	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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody ogółem	573	599	663	729	773
z leasingu oper.	146	144	140	149	158
odsetkowe	44	53	60	76	93
Koszty razem	-527	-553	-617	-677	-717
Zysk netto	36	36	36	41	44
P/E	6,9	7,0	6,9	6,0	5,7
P/BV	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5
ROE	7,9%	8,0%	7,9%	8,9%	9,0%
DPS	5,50	2,36	3,13	1,81	1,39
DYield	26,3%	11,3%	15,0%	8,6%	6,6%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Przychody z leasingu operacyjnego		0,0%	0,0%	0,0%	
Przychody odsetkowe		0,0%	0,0%	0,0%	
Przychody ogółem		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Należności z leasingu fin	833	985	1 154	1 342	1 462
Rzeczowe aktywa trwałe	643	712	750	783	812
Pozostałe aktywa	254	300	313	326	338
Aktywa razem	1 730	1 997	2 216	2 451	2 612
Obligacje i kredyty	1 220	1 469	1 679	1 883	2 007
Pozostałe zobowiązania	65	75	85	96	106
Kapitały własne	446	454	452	472	499

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Marża finansowa	7,1%	5,0%	6,1%	8,0%	7,1%
Marża serwisowa	20,8%	23,3%	25,1%	26,8%	27,8%
Marża ubezpieczeniowa	11,0%	12,3%	18,5%	18,8%	18,5%
Marża na usługach	3,4%	3,9%	4,5%	4,8%	5,0%
Wskaźnik D/E	273,7%	323,6%	371,3%	398,9%	402,0%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	405
Zyski ekonomiczne	50%	333
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		31,0
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		33,00

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 trzykrotnie liczby segmentów produktowych w ofercie oraz zwiększenie 4-krotnie liczby kanałów dotarcia do klientów. Osiągnięcie celów może być wsparte przez akwizycję chociaż priorytetem pozostaje wzrost organiczny. Uważamy, że cel na wzrost aktywów pod zarządzaniem jest bardzo ambitny i 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 48-53% dyskontem do światowych funduszy inwestycyjnych. Uważamy, że obecna wycena stwarza okazję inwestycyjną.

RZiS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
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

Cena bieżąca

26,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

56,30 PLN

+110,1%

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

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	-10,7%	-9,5%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	-3,2%	+4,4%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	182,8	Średni obrót 6M		0,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	6,6	-19,3%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	8,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody ogółem	109,2	100,1	113,6	129,6	149,4
opłata stała	69,6	82,2	93,0	106,9	123,6
opłata zmienna	31,4	12,7	14,6	16,0	18,3
Koszty razem	-69,2	-71,8	-79,5	-88,7	-99,3
Zysk netto	32,5	23,7	28,4	34,0	41,5
P/E	5,6	7,7	6,4	5,4	4,4
P/BV	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8
ROE	34,1%	24,2%	29,8%	35,0%	41,4%
DPS	3,08	4,28	4,15	4,57	5,53
DYield	11,5%	16,0%	15,5%	17,1%	20,6%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
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%	

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Środki pieniężne	16,3	17,3	18,3	19,3	20,3
Pozostałe aktywa	81,6	80,6	79,6	78,6	77,6
Aktywa razem	97,9	97,9	97,9	97,9	97,9
Obligacje i kredyty	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Pozostałe zobowiązania	8,1	-3,4	2,0	1,8	-0,9
Udziały mniejszościowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitały własne	89,3	100,8	95,4	95,6	98,4

Analiza porównawcza

	P/E			Kapitalizacja/AUM		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	4,9	6,9	6,3	0,0	0,0	0,0
Maksimum	25,2	21,5	18,6	5,3	0,3	0,2
Mediana	17,3	14,8	12,9	0,0	0,0	0,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

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. Zarząd przy okazji przedstawił, że jest zadowolony z kontraktacji sody na 2018 rok. Jego zdaniem zrealizowany został cel odnośnie kontraktacji wolumenów sprzedaży, cen i dotarcia do klientów. W czerwcu prawdopodobnie odbędzie się WZA Grupy Ciech, gdzie podjęta zostanie decyzja o wypłacie dywidendy z zysku za 2017 rok. Naszym zdaniem Spółkę stać na wypłatę 0,24 PLN dywidendy na akcję (około 4% DYield). W strategii na lata 2014-2019 Zarząd zakładał średnioroczną stopę dywidendy na poziomie 3%, przy czym wartości dywidendy oraz jej wypłata będą zależeć każdorazowo od sytuacji rynkowej oraz kondycji finansowej Grupy. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy Ciech, a cenę docelową korygujemy o aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej do 89,71 (wcześniej 85,40 PLN/akcja).

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA soda	799	704	649	619	661
EBITDA organika	78	97	118	119	125
EBITDA krzemiany	35	37	40	40	42
EBITDA pozostałe	-33	-5	-4	-4	-4
EBITDA/t soda	348	306	270	258	275
Przepływy oper.	837	629	689	669	706
Amortyzacja	223	244	255	246	252
Kapitał obrotowy	97	-66	-3	0	-2
Przepływy inv.	-446	-389	-364	-384	-340
CAPEX	458	402	364	384	340
Przepływy fin.	-180	-164	-160	-259	-289
Dywidenda/buyback	-150	0	-118	-219	-249
FCF	387	234	328	286	369
FCF/EBITDA	44%	28%	41%	37%	45%
CFO/EBITDA	95%	75%	86%	86%	86%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Soda (USD/t)	261	257	265	260	260	260	260	260	260	260	260
Soda Ciech (PLN/t)	819,4	809,6	810,0	795,6	817,7	817,7	817,7	817,7	817,7	817,7	817,7
Soda vol (tys. ton)	2 295	2 300	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400
Przychody	3 761	3 729	3 839	3 880	3 892	3 904	3 916	3 928	3 941	3 958	3 975
EBITDA	803	774	823	795	789	784	778	773	768	770	771
marża EBITDA	21,3%	20,8%	21,4%	20,5%	20,3%	20,1%	19,9%	19,7%	19,5%	19,5%	19,4%
EBIT	548	528	571	550	551	542	532	523	523	522	520
Podatek	109	104	114	109	110	110	108	106	105	105	105
CAPEX	-364	-384	-340	-217	-224	-230	-236	-240	-244	-248	-251
Kapitał obrotowy	-3	0	-2	-1	0	0	0	0	0	0	0
FCF	328	286	369	468	456	444	434	427	419	417	416
PV FCF	310	251	299	351	314	280	251	227	205	188	
WACC	7,8%	7,8%	7,9%	8,0%	8,2%	8,3%	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

55,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

89,71 PLN

+63,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	89,71 PLN	2018-05-09	
poprzednia	kupuj	85,40 PLN	2018-04-06	
Podstawowe dane		CIE PW	vs. WIG	
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	-3,5%	-2,4%
ISIN	PLCIECH00018	Zmiana YTD	-4,3%	+3,3%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	2,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 898,5	Średni obrót 6M	3,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 595,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,6	-10,1%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	3 455	3 579	3 761	3 729	3 839
EBITDA skor.	874	808	803	774	823
marża EBITDA	25,3%	22,6%	21,3%	20,8%	21,4%
EBIT skor.	650	564	548	528	571
Zysk netto skor.	585	373	397	383	417
P/E skor.	5,0	7,8	7,3	7,6	7,0
P/BV	1,6	1,3	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA skor.	4,6	4,7	4,5	4,6	4,2
DPS	2,85	0,00	2,24	4,15	4,72
DYield	5,2%	0,0%	4,1%	7,5%	8,6%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		+0,7%	+0,8%	+0,9%	
Zysk netto		+1,1%	+1,2%	+1,4%	
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%	
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel kokсовy (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Gaz ziemny (PLN/m3)		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	4 502	4 644	5 025	5 182	5 376
Aktywa trwałe	3 210	3 205	3 376	3 515	3 604
Kapitał własny	1 767	2 188	2 527	2 691	2 859
Udział mniejszości	-3	-3	-3	-3	-3
Dług netto	1 116	865	700	674	596
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	1,0	0,9	0,9	0,7
Dług netto/kap. wł. (x)	0,6	0,4	0,3	0,3	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	7,6	7,1	5,8	5,6	4,5	4,9
Maksimum	34,6	29,1	21,0	17,6	14,7	12,7
Mediana	15,1	12,7	11,8	7,7	7,1	7,1
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 676
Dług netto	865
Inne korekty	-3
Wycena DCF na akcję (PLN)	89,27

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	79,50
DCF	50%	89,27
Cena wynikowa		84,38
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		89,71

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). 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 1Q'18 przy stosunkowo wysokich cenach gazu ziemnego negatywnie wpłynie na wyniki segmentu nawozów w 1Q'18. Oczekujemy 6% r/r spadku wyniku EBITDA w 1Q'18. Naszym zdaniem, gdyby nie bardzo dobre wyniki segmentu produktów chemicznych i tworzyw sztucznych spadek byłby jeszcze bardziej dotkliwy. Naszym zdaniem biorąc pod uwagę większą ilość planowanych w 2018 roku przestojów modernizacyjnych Grupie Azoty nie uda się poprawić zeszłorocznych rezultatów (oczyszczonych o zdarzenia jednorazowe). Obniżamy nasze oczekiwania odnośnie wyników w segmencie nawozów oraz podwyższamy w segmentach tworzyw sztucznych i produktów chemicznych. Wyższe średnie ceny gazu wynikają głównie ze zmiany metodologii liczenia (od 4Q'17 nie obowiązuje taryfa dla przedsiębiorstw stąd nasza zmiana w metodologii). Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Azoty, a cenę docelową obniżamy do 60,99 PLN (wcześniej 67,13 PLN).

Cena bieżąca

51,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

60,99 PLN

+19,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	60,99 PLN	2018-05-09	
poprzednia	trzymaj	67,13 PLN	2018-03-05	
Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-9,9%	-8,7%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	-26,6%	-18,9%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	2,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 068,9	Średni obrót 6M	2,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 485,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	-23,1%
Free float	22,7%	EV/EBITDA 5Y avg	6,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	8 956	9 617	9 967	10 152	10 561
EBITDA skor.	1 034	1 262	1 254	1 173	1 211
marża EBITDA	11,5%	13,1%	12,6%	11,6%	11,5%
EBIT skor.	523	672	602	462	490
Zysk netto skor.	385	550	433	313	333
P/E skor.	13,2	9,2	11,7	16,2	15,2
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA skor.	5,7	4,8	5,2	5,8	5,7
DPS	0,84	0,79	0,92	1,29	2,21
DYield	1,6%	1,5%	1,8%	2,5%	4,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			+3,8%	-8,2%	-6,0%
Zysk netto			+3,8%	-8,2%	-6,0%
Mocznik (PLN/t)			-8,5%	-12,5%	-13,3%
Saletra (PLN/t)			-11,0%	-14,8%	-14,4%
Gaz ziemny (PLN/m3)			-5,1%	-14,0%	-14,0%
Melamina (PLN/t)			+10,1%	+31,1%	+30,3%
Poliamid 6 (PLN/t)			+5,7%	-1,4%	-2,1%
Propylen (PLN/t)			-2,1%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA nawozy	600	484	460	453	490
EBITDA tworzywa	-33	221	261	191	215
EBITDA chemia	271	348	365	380	344
EBITDA energetyka	95,5	58,4	68,8	57,7	67,7
EBITDA pozostałe	40	76	88	91	94
Przepływy oper.	1 136	1 107	1 133	1 096	1 116
Amortyzacja	511	590	651	711	721
Kapitał obrotowy	137	13	-8	-4	-9
Przepływy inw.	-1 303	-709	-1 320	-1 043	-926
CAPEX	1 236	1 063	1 420	1 143	926
Przepływy fin.	76	39	-150	-197	-295
Dywidenda/buyback	-83	-78	-91	-128	-219
FCF	-214	53	-288	-52	194
FCF/EBITDA	-21%	4%	-23%	-4%	16%
CFO/EBITDA	114%	93%	91%	93%	92%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	11 052	11 738	12 153	12 390	12 597
Aktywa trwałe	7 651	8 070	8 852	9 292	9 514
Kapitał własny	6 534	6 856	7 190	7 375	7 489
Udział mniejszości	595	588	606	621	633
Dług netto	273	367	811	1 055	1 160
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,3	0,7	0,9	1,0
Dług netto/kap. wł. (x)	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	9,5	9,4	7,4	6,5	6,0	4,8
Maksimum	42,1	21,8	17,5	11,6	9,6	9,0
Mediana	17,5	12,3	11,0	8,7	7,6	7,1
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Mocznik (PLN/t)	1 414	1 425	1 451	1 479	1 486	1 490	1 490	1 490	1 492	1 495	1 497
Saletra (PLN/t)	1 163	1 172	1 191	1 210	1 217	1 221	1 221	1 221	1 222	1 223	1 224
Gaz ziem. (PLN/m3)	938	974	1 036	1 103	1 103	1 103	1 103	1 103	1 103	1 103	1 103
Przychody	9 967	10 152	10 561	10 841	10 973	11 075	11 162	11 252	11 391	11 540	11 693
EBITDA	1 244	1 173	1 211	1 330	1 313	1 275	1 230	1 182	1 180	1 188	1 196
marża EBITDA	12,5%	11,6%	11,5%	12,3%	12,0%	11,5%	11,0%	10,5%	10,4%	10,3%	10,2%
EBIT	592	462	490	626	652	655	623	593	588	596	603
Podatek	104	78	82	108	114	115	110	104	104	105	107
CAPEX	-1 420	-1 143	-926	-659	-598	-595	-589	-576	-589	-592	-592
Kapitał obrotowy	-8	-4	-9	-6	-3	-2	-2	-2	-3	-3	-3
FCF	-288	-52	194	557	598	563	529	500	484	487	494
PV FCF	-274	-46	159	422	418	363	314	274	244	226	
WACC	7,9%	7,8%	7,7%	7,9%	8,0%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 101
Dług netto	367
Inne korekty	-588
Wycena DCF na akcję (PLN)	47,72

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	67,03
DCF	50%	47,72
Cena wynikowa		57,37
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		60,99

Polwax kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Sytuacja na rynku gaczy parafinowych nadal nie ulega poprawie o czym świadczą bardzo słabe wyniki Polwaxu za 1Q'18, o których Spółka poinformowała wstępnie w komunikacie. Wynik EBITDA nawet po korekcie o zdarzenia, które będą „odrobione” w kolejnych okresach (przesunięcie sprzedaży do przemysłu oraz wcześniejsza alokacja kosztów kontraktu z Jeronimo) spadła o ponad 30% r/r. Benchmark ICSI od wielu miesięcy pozostaje stabilny, a presja podaży z kierunku wschodniego nie pozwala na podwyżki cen parafin zniczowych. Strategia walki o cenę sprzedaży odbywa się kosztem wolumenu, co widać w ujemnej dynamice na przychodach. Marzec przyniósł już jednak pierwsze oznaki możliwego odwrócenia trendu, czemu sprzyjają coraz gorsze marże na ciężkich produktach w rafineriach. Dodatkowo w drugiej połowie roku rentowność powinien wspierać kontrakt z siecią Biedronka, w którym udało się nieco podnieść ceny produktów, co powinno z nawiązką skompensować wyższe koszty pracy. Niemniej jednak odczyt z 1Q'18 zmusza nas do obniżki naszych tegorocznych prognoz EBITDA o 16%, co wraz z sygnalizowanym większym poziomem nakładów na projekt Future w tym roku (przesuwamy w modelu capex pomiędzy 2019 i 2018) wpłynęło na obniżenie naszej ceny docelowej do 16,69 PLN. Utrzymujemy naszą rekomendację kupuj zwracając uwagę, że tegoroczny wskaźnik EV/EBITDA 6,8x uwzględnia już znaczną część nakładów na nową instalację, a nie bierze pod uwagę przyszłej kontrybucji do wyników. Jeśli chodzi o bilans to pomimo większego wypływu środków na inwestycję oraz słabsze wyniki, wskaźnik długu netto do EBITDA nie przekroczy granicznego poziomu 3,5x, m.in. dzięki zarządzaniu kapitałem obrotowym (faktoring, obniżenie poziomu zapasów).

Cena bieżąca

7,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

16,69 PLN

+114,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	16,69 PLN	2018-05-09
poprzednia	kupuj	18,80 PLN	2018-02-02
Podstawowe dane			
	PWX PW	Zmiana 1M	-23,5% -22,4%
Ticker	PLPOLWX00026	Zmiana YTD	-29,4% -21,8%
Liczba akcji (mln)	10,3	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	80,3	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	171,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,6 -4,2%
Free float	84,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	294,6	283,5	302,7	315,3	416,1
EBITDA	31,0	27,0	26,0	32,9	39,5
marża EBITDA	10,5%	9,5%	8,6%	10,4%	9,5%
EBIT	26,4	22,2	21,3	28,0	29,5
Zysk netto	20,9	17,2	15,3	20,8	19,5
P/E	3,8	4,7	5,2	3,9	4,1
P/BV	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	3,4	4,1	6,6	5,9	5,0
DPS	1,06	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	13,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			-15,9%	-3,4%	-0,1%
Zysk netto			-22,1%	-5,1%	+2,2%
Capex			+11,8%	-32,8%	-0,7%
Parafiny EUR/t			-1,7%	-1,7%	-1,7%
EUR/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	294,6	283,5	302,7	315,3	416,1
znicze	58,0	60,0	61,2	61,2	61,2
parafiny znicze/świece	161,2	146,7	153,8	159,8	183,3
parafiny specjalistyczne	62,5	60,8	71,7	78,2	155,6
Zysk brutto ze sprzedaży	49,4	48,9	48,4	56,0	57,8
Marża brutto ze sprzed	16,8%	17,2%	16,0%	17,7%	13,9%
K. sprzedaży/przychody	3,0%	3,7%	3,7%	3,7%	2,8%
Saldo na dz. pozostałej	0,5	-0,7	0,0	0,0	0,0
Saldo finansowe	-0,5	-0,9	-2,3	-2,2	-5,3
Wolumen w tys. ton	59,7	59,0	57,0	58,5	79,7
w tym segm. zniczowy	42,5	41,5	39,0	39,0	40,0
segment przemysłowy	17,2	17,5	18,0	19,5	39,7
Dynamika cen					
segment zniczowy	5,1%	-6,8%	11,6%	3,9%	11,8%
segment specjalistyczny	5,0%	-4,3%	14,7%	0,7%	-2,2%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Parafiny (EUR/t)	1202	1219	1350	1446	1446	1446	1446	1446	1446	1449	1449
Gaz (EUR/t)	720	712	764	788	788	788	788	788	788	790	790
EUR/PLN	4,18	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15
Przychody	302,7	315,3	416,1	461,3	463,2	465,1	467,0	469,0	470,9	473,7	473,7
EBITDA	26,0	32,9	39,5	49,1	47,6	47,4	47,3	47,2	47,0	46,9	46,9
marża EBITDA	8,6%	10,4%	9,5%	10,6%	10,3%	10,2%	10,1%	10,1%	10,0%	9,9%	9,9%
EBIT	21,3	28,0	29,5	38,5	36,5	35,8	35,1	34,4	33,7	33,0	32,7
Podatek	4,1	5,3	5,6	7,3	6,9	6,8	6,7	6,5	6,4	6,3	6,2
CAPEX	-93,0	-45,8	-12,5	-13,8	-13,9	-14,0	-14,0	-14,1	-14,1	-14,2	-14,2
Kapitał obrotowy	11,9	-2,6	-18,9	-10,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3
FCF	-58,7	-20,3	3,1	18,1	27,1	27,1	27,0	26,9	26,9	26,7	26,9
PV FCF	-56,3	-18,1	2,6	14,0	19,5	18,1	16,7	15,5	14,3	13,1	
WACC	7,4%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%	8,0%	8,6%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	21,3	25,4	31,9	23,1	10,6
CFO/EBITDA	69%	94%	123%	70%	27%
Capex	5,0	30,0	93,0	45,8	12,5
Kapitał obrotowy	77,8	76,4	64,4	67,0	85,9
Kapitał własny	87,1	104,3	119,7	140,5	160,0
Dług netto	24,9	30,2	91,2	114,0	115,8
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,1	3,5	3,5	2,9

Analiza porównawcza

	18P	P/E	20P	18P	EV/EBITDA	20P
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	213
Dług netto	30
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	17,72

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	13,57
DCF	50%	17,72
cena wynikowa		15,64
koszt kapitału 9M		6,7%
cena docelowa za 9M		16,69

Paliwa

Lotos

trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Słabsze od oczekiwań wyniki za 1Q'18 skutecznie osłabiły sentyment do Spółki w drugiej połowie kwietnia, przypominając o wysokiej wrażliwości rafinerii w Gdańsku na otoczenie makro, w szczególności na słabsze marże na ciężkich produktach. Wykonanie rocznego konsensusu na poziomie EBITDA po pierwszym kwartale to zaledwie 21%, co wobec zakładanej przez nas dalszej presji na marże modelowe sugeruje mocne rewizje konsensusu. Realizacja dotychczasowych optymistycznych szacunków będzie zadaniem tym bardziej trudnym (nasze szacunki EBITDA 2018-20 14% poniżej średniej rynkowej) w kontekście niższego wydobywania, wyższych kosztów realizacji obowiązku NCW oraz opóźnienia na projekcie B8 i DCU (roczny potencjał EBITDA to 500-600 mln PLN). Przypominamy, że ten rok może być gorszy także pod względem CF zarówno z uwagi na kapitał obrotowy, płatności podatkowe w Norwegii (podatek zapłacony w 2017 roku był 0,43 mld PLN niższy niż raportowany w P&L) jak i podwyższony capex (w 1Q'18 płatności były jeszcze wstrzymane z uwagi na opóźnienie na projekcie DCU). Jeśli chodzi o temat fuzji z PKN to wszystko wskazuje na to, że aktualny jest scenariusz oferty gotówkowej w przyszłym roku na połowę akcji w wolnym obrocie (do 66%) po cenie z planowanej na ten rok transakcji zakupu pakietu 33% od Skarbu Państwa. Gwarancja wysokiej ceny na połowę ekspozycji powinna być wsparciem dla kursu, ale nie chroni akcjonariuszy w pełni przed dalszym pogorszeniem makro i negatywnymi aspektami pozostawiania mniejszością w akcjonariacie po przejęciu kontroli przez PKN (patrz LWB). Na ten moment utrzymujemy neutralną rekomendację, nieznacznie korygując wycenę z uwagi na mnożniki porównywalnych spółek.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO skor.	2 596	3 050	2 203	2 544	2 936
upstream	692	863	784	799	1 074
rafineria	1 761	2 058	1 262	1 584	1 698
detal	140	139	156	159	163
EV/EBITDA LIFO skor.	5,8	4,1	6,5	5,6	4,7
Efekt LIFO	-77	171	100	99	102
Inne zd. jednorazowe	404	-148	-2	-2	-2
Saldo finansowe	-275	219	-310	-280	-273
Przerób ropy mln ton	10,4	9,6	10,4	10,4	10,2
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,9	7,7	4,7	5,8	6,1
detal EBITDA/tonę	129	131	131	131	132
upstream \$ EBITDA/boe	18,0	26,9	29,5	30,0	31,9
Wydobycie w mboe/d	26,7	23,3	20,6	20,3	24,9
gaz	15,6	13,4	10,2	8,7	12,0
ropa	11,1	9,9	10,4	11,6	12,9

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Brent (USD/Bbl)	65,0	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Marża+dyferencjał	5,0	5,0	5,5	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
USD/PLN	3,54	3,60	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Przychody	25 264	25 863	28 081	30 128	30 128	30 128	30 128	30 128	30 128	30 187	30 187
EBITDA	1 518	1 842	1 962	1 897	1 890	1 883	1 875	1 868	1 860	1 852	1 852
marża EBITDA	6,0%	7,1%	7,0%	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%
EBIT	998	1 209	1 298	1 174	1 201	1 164	1 129	1 097	1 067	1 036	1 101
Podatek	190	230	247	223	228	221	214	208	203	197	209
CAPEX	-1 147	-610	-711	-752	-752	-752	-752	-752	-752	-752	-752
Kapitał obrotowy	-1 243	-269	-493	-187	7	25	19	37	10	5	5
FCF	-1 062	732	512	735	917	935	928	945	916	909	897
PV FCF	-1 008	648	422	562	652	615	565	533	478	439	
WACC	7,2%	7,2%	7,3%	7,8%	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

55,62 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

52,81 PLN

-5,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	52,81 PLN	2018-05-09	
poprzednia	trzymaj	51,73 PLN	2018-04-06	
Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	-3,7%	-2,6%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	-3,6%	+4,0%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	13,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 282,7	Średni obrót 6M	17,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 405,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	-21,0%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	20 931,1	24 185,6	26 564,8	27 212,4	29 815,7
EBITDA	2 922,6	3 072,8	2 301,7	2 641,2	3 035,4
marża EBITDA	14,0%	12,7%	8,7%	9,7%	10,2%
EBIT	1 854,7	2 228,5	1 403,8	1 599,5	1 872,8
Zysk netto	1 015,2	1 671,8	689,0	915,0	1 030,0
P/E	10,1	6,2	14,9	11,2	10,0
P/BV	1,2	1,0	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,2	4,2	6,3	5,5	4,6
DPS	0,00	1,00	1,63	1,49	2,47
DYield	0,0%	1,8%	2,9%	2,7%	4,4%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	2 654	3 127	863	2 179	2 311
CFO/EBITDA LIFO skor.	102%	103%	39%	86%	79%
Capex	1 244	1 439	1 731	1 565	1 161
Kapitał obrotowy	3 867	4 035	5 141	5 411	5 904
Kapitał własny	8 611	10 712	10 964	11 541	12 051
Dług netto	4 808	2 505	4 123	4 131	3 776
Dług netto/EBITDA (x)	1,6	0,8	1,8	1,6	1,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	4,9	4,9	4,5	2,5	2,4	2,3
Maksimum	21,4	22,4	18,0	10,8	10,9	10,9
Mediana	11,1	11,0	10,4	4,8	4,9	4,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	10 081
Dług netto	2 505
Petrobaltic	1 967
Wycena DCF na akcję (PLN)	51,62

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	47,73
DCF	50%	51,62
Cena wynikowa		49,67
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		52,81

MOL trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Niezmienne utrzymujemy naszą neutralną rekomendację, nieznacznie korygując cenę docelową z uwagi na zmianę wskaźników w grupie porównawczej. Standardowo wskazujemy, że nawet przy założeniach pogorszenia rentowności w 2018-19, implikowane wskaźniki EV/CCS EBITDA są akceptowalne na tle najbliższych regionalnych konkurentów (4,9x vs. 7,2x dla PKN i 6,5x dla LTS). Po 1Q'18 nasza roczna prognoza CCS EBITDA jest wykonana w 28%, ale zwracamy uwagę na bardzo dużą wrażliwość segmentu downstream na warunki makro, co ma szczególne znaczenie w kontekście ostatnich spadków marży petrochemicznej, która na początku roku była jeszcze relatywnie wysoka. „Pozytywnym” ryzykiem jest natomiast wyższa cena ropy (w całym roku zakładamy póki co średni poziom Brent na 65 USD/Bbl), co stanowi bufor bezpieczeństwa w scenariuszu zmiany fazy cyklu w sektorze rafineryjnym. Obok ekspozycji na segment upstream (46% EBITDA w 1Q'18) tym co wyróżnia MOL-a od polskich konkurentów jest atrakcyjny FCF yield w perspektywie najbliższych kilku lat, który powinien się przekładać na transfery do akcjonariuszy (długoterminowa stopa wypłaty 2,5% oraz potencjał do umarzania akcji własnych, których Spółka posiada aż 9,3%) i brak ryzyka zaangażowania w nowe duże projekty inwestycyjne. Jeśli chodzi o INA to wydaje się, że trudno oczekiwać rozstrzygnięć w najbliższych miesiącach. Prawdopodobnie konkretne decyzje chorwackiego rządu zapadną dopiero po wyroku arbitrażu, którego można się spodziewać na przełomie tego i przyszłego roku. Na razie mimo publicznie deklarowanej determinacji prace nad wykupem udziałów od MOL-a toczą się dość wolno (potencjalny wpływ takiej transakcji po cenie zakupu to nawet +10-12% MCap).

Cena bieżąca

2 790 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

2 954 HUF

+5,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	2 954 HUF	2018-05-09	
poprzednia	trzymaj	2 898 HUF	2018-04-06	
Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-0,1%	+1,0%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	-4,5%	+3,2%
Skor. l. akcji (mln)	738,1	Średni obrót 1M	1 824,9 mln HUF	
MC (mln HUF)	2 059 378,4	Średni obrót 6M	2 102,4 mln HUF	
EV (mln HUF)	2 735 764,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	-3,4%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	3 553,0	4 130,3	4 619,7	4 616,5	4 938,0
EBITDA	623,4	672,7	578,7	595,3	638,4
marża EBITDA	17,5%	16,3%	12,5%	12,9%	12,9%
EBIT	307,9	354,4	278,3	276,8	309,6
Zysk netto	263,5	307,0	193,1	190,9	224,1
P/E	7,8	6,7	10,7	10,8	9,2
P/BV	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	4,8	4,2	4,7	4,7	4,3
DPS	70,88	78,13	127,50	67,06	70,41
DYield	2,5%	2,8%	4,6%	2,4%	2,5%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
CCS EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO skor.	605	673	566	579	622
upstream	190	235	287	292	289
rafineria	178	198	107	114	139
detal	86	97	95	103	108
petchem	144	127	66	57	73
gaz	54	61	61	63	64
koszty ogólne	-48	-45	-50	-51	-51
EV/EBITDA LIFO skor.	5,0	4,3	4,9	4,9	4,5
Efekt LIFO	25	7	13	16	16
Inne zd. jednorazowe	-7	-7	0	0	0
Saldo finansowe	-35	11	-7	-8	-9
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	4,5	5,1	2,9	3,1	3,8
upstream \$ EBITDA/boe	17,7	23,9	29,8	30,7	32,3
Przerób ropy mln ton	19,2	19,3	19,3	19,3	19,3
Wydobycie mboe/d	112,6	107,4	110,1	108,8	102,9

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	27+
Brent (USD/Bbl)	65	65	70	75	75	75	75	75	75	75	75
Marża+dyferencjał	5,5	5,5	6,0	6,0	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
USD/HUF	260	260	260	260	260	260	260	260	260	260	260
Przychody	4 330	4 326	4 651	4 940	4 954	4 955	4 956	4 957	4 958	4 959	4 959
EBITDA	292	304	350	358	399	403	401	398	396	394	394
marża EBITDA	6,7%	7,0%	7,5%	7,3%	8,1%	8,1%	8,1%	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%
EBIT	126	123	159	153	183	181	173	164	155	156	189
Podatek	31	31	39	38	46	45	43	41	38	39	36
CAPEX	-215	-380	-344	-209	-211	-205	-205	-205	-205	-205	-205
Kapitał obrotowy	-26	-23	-19	-16	0	0	0	1	1	1	1
FCF	20	-130	-52	96	143	153	153	154	154	151	154
PV FCF	19	-113	-41	70	95	94	86	80	73	66	
WACC	8,6%	8,6%	8,7%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Risk-free rate	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%

Bilans i CF

(md HUF)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	519	560	521	513	563
CFO/EBITDA LIFO skor.	86%	83%	92%	89%	90%
Capex	289	286	309	477	431
Kapitał obrotowy	156	248	247	270	288
Kapitał własny	1 492	1 741	1 822	1 945	2 100
Dług netto	606	435	343	381	328
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	0,6	0,6	0,6	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	4,9	4,9	4,5	2,5	2,4	2,3
Maksimum	21,4	22,4	18,0	10,8	10,9	10,9
Mediana	11,5	11,3	10,7	5,5	5,1	4,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 267
Dług netto i korekty	229
Segment wydobywczy	558
Wycena DCF na akcję (HUF)	2 287

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	3 232
DCF	50%	2 287
Cena wynikowa		2 759
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		2 954

PGNiG kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Sentyment do PGNiG w końcu się poprawił, ale potencjał wzrostu z obecnych poziomów sięga jeszcze rzędu 30%. Na horyzoncie mamy rozstrzygnięcie arbitrażu z Gazpromem (minął już miesiąc od ostatniej rozprawy), które może być istotnym pozytywnym katalizatorem, póki co kompletnie zignorowanym przez rynek. Wsparciem powinien być także implikowany przez aktualne ceny węglowodorów wzrost przychodów w segmencie wydobywczym (od „dołków” cenowych z lutego to już ponad 1,0 mld PLN), co jest już widoczne w opublikowanych wstępnych wynikach za 1Q'18. Pewnym rozczarowaniem jest słabszy od oczekiwań wynik obrotu. Częściowo wynika to z przesunięć marży na linii obrót-wydobycie, ale nawet po tej korekcie liczyliśmy na większy pozytywny efekt liberalizacji i upowszechnienia obowiązku magazynowego. Wydaje się mało prawdopodobne, aby przy takiej koncentracji rynku zmiany legislacyjne nie przyniosły trwałej poprawy marży handlowej, ale być może nie doceniliśmy negatywnego wpływu aktualnej strategii odzyskiwania wolumenów. Jest to jednak raczej zjawisko krótkoterminowe i wcześniej czy później wyraźnie wyższa rentowność w tym segmencie się pojawi. Tymczasem gorszy rezultat obrotu został skompensowany mocnymi wynikami dystrybucji, a wykonanie naszej rocznej prognozy EBITDA sięga 35% (konsensus powinien być korygowany w górę). Zwracamy uwagę, że PGN jest notowany z 30% dyskontem do grupy porównawczej, a co jeszcze bardziej zaskakujące z dyskontem do polskiej energetyki, mimo że koncern płaci dywidendę i z wysokim prawdopodobieństwem będzie koncentrował się na inwestycjach w bazowych segmentach. Podnosimy nieznacznie wycenę (efekt wyceny porównawczej) i podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	6 862	7 356	8 418	8 720	9 163
EBITDA	5 974	6 579	8 418	8 720	9 163
wydobycie	2 206	3 865	4 676	4 752	5 148
obróć	614	-435	880	973	869
dystrybucja	2 559	2 493	2 278	2 291	2 299
energetyka	759	843	777	901	1 047
pozostałe	-164	-187	-192	-196	-201
Saldo finansowe	-150	12	-46	-32	-1
Prod. ropy mln ton	1,35	1,27	1,34	1,23	1,22
kraj	0,75	0,79	0,82	0,78	0,78
zagranica	0,59	0,48	0,52	0,45	0,44
Prod. gazu mld m3	4,5	4,5	4,5	4,8	4,7
kraj	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8
zagranica	0,6	0,7	0,7	1,0	0,9
marża obrót PLN/MWh	0,4	-2,4	2,8	3,2	3,1

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Brent (USD/Bbl)	65,0	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Gaz EU (EUR/MWh)	18,6	19,0	20,3	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8
USD/PLN	3,54	3,60	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Przychody	37 077	40 068	40 981	43 705	43 507	39 953	39 360	37 976	37 089	37 815	37 815
EBITDA	8 418	8 720	9 163	9 451	9 013	8 846	8 802	8 599	8 534	8 628	8 628
marża EBITDA	22,7%	21,8%	22,4%	21,6%	20,7%	22,1%	22,4%	22,6%	23,0%	22,8%	22,8%
EBIT	5 720	5 969	6 391	6 612	6 146	5 937	5 831	5 606	5 475	5 438	4 650
Podatek	1 476	1 505	1 947	2 044	1 900	1 817	1 766	1 660	1 595	1 585	1 422
CAPEX	-4 279	-3 795	-3 829	-3 856	-3 871	-3 893	-3 915	-3 916	-3 934	-3 978	-3 978
Kapitał obrotowy	-527	-468	-143	-427	31	557	93	217	139	-114	-114
FCF	2 136	2 952	3 244	3 125	3 273	3 692	3 214	3 241	3 144	2 952	3 114
PV FCF	2 003	2 541	2 564	2 267	2 180	2 258	1 804	1 670	1 487	1 282	
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

6,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,17 PLN

+31,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	8,17 PLN	2018-05-09
poprzednia	kupuj	7,96 PLN	2018-04-06
Podstawowe dane			
	PGN PW	Zmiana 1M	+5,8% +7,0%
Ticker	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	-1,4% +6,2%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	18,8 mln PLN
MC (mln PLN)	35 825,6	Średni obrót 6M	22,6 mln PLN
EV (mln PLN)	35 225,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,5 -16,0%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	5,3 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	33 196,0	35 857,0	37 077,3	40 067,5	40 981,0
EBITDA	5 974,0	6 579,0	8 417,9	8 720,4	9 162,6
marża EBITDA	18,0%	18,3%	22,7%	21,8%	22,4%
EBIT	3 360,0	3 910,0	5 719,9	5 968,5	6 390,7
Zysk netto	2 351,0	2 923,0	4 207,6	4 438,7	4 443,6
P/E	15,2	12,3	8,5	8,1	8,1
P/BV	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	6,1	5,5	4,2	3,9	3,5
DPS	0,18	0,20	0,25	0,29	0,31
DYield	3,0%	3,2%	4,1%	4,7%	5,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Brent (USD/Bbl)		0,0%	0,0%	0,0%	
Gaz EU (EUR/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
USD/PLN		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	5 922	4 816	6 834	7 119	7 073
CFO/EBITDA	99%	73%	81%	82%	77%
Capex	2 968	3 162	4 279	3 795	3 829
Kapitał obrotowy	3 619	5 280	5 807	6 275	6 418
Kapitał własny	32 013	33 626	36 372	39 128	41 796
Dług netto	523	428	-601	-2 207	-3 675
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,1	-0,1	-0,3	-0,4

Analiza porównawcza

	18P	P/E	20P	18P	EV/EBITDA	20P
Minimum	3,7	4,0	3,7	3,5	3,5	3,1
Maksimum	22,0	19,1	16,9	12,2	12,3	12,3
Mediana	13,3	12,4	11,9	6,2	6,0	5,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	41 007
Dług netto	428
Inne korekty	835
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,17

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	9,44
DYield-porównawcza	17%	5,55
DCF	50%	7,17
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		8,17

PKN Orlen redukuje (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Ostatnie tygodnie przyniosły kontynuację przeceny na akcjach Orlenu, ale nadal nie postrzegamy obecnych poziomów jako okazji inwestycyjnej. Podtrzymujemy naszą opinię o zmianie cyklu koniunktury w obszarze downstream, na którą Orlen jest bardziej wrażliwy od regionalnych konkurentów. W 1Q'18 widoczna była już znaczna dźwignia na aktywach rafineryjnych na Litwie (Możejki mimo pełnej utylizacji mocy wygenerowały tylko 56 mln PLN EBITDA LIFO vs. 270 mln PLN średnio kwartalnie w roku ubiegłym) i w Czechach (strata EBITDA LIFO tylko częściowo uzasadniona przez przestoje), a kolejne kwartały mogą pokazać analogiczne zjawisko w segmencie petrochemicznym (widoczne już spadki marż modelowych pod presją rosnącej podaży). Tymczasem koncern jest nadal notowany na wyższym wskaźniku EV/EBITDA'18 (7,2x) w relacji do MOL czy LTS. Ryzykiem dla notowań i postrzegania Spółki przez inwestorów jest także potencjalne zaangażowanie koncernu w duże „rządowe” projekty, a okazją do przedstawienia nowych inicjatyw może być spodziewana w tym roku aktualizacja strategii 2017-21 (w grudniu 2016 Zarząd przedstawił założenia finansowe dla perspektywy 2017-18). Jeśli chodzi o fuzję z Lotosem to już raczej stało się jasne, że w najbliższych kwartałach trudno liczyć na jakieś komunikaty dotyczące potencjalnych synergii kosztowych i korzyści dla akcjonariuszy, gdyż będzie to raczej czas „adorowania” strony społecznej z Gdańska (deklaracje o braku zwolnień i zachowaniu podmiotowości już się pojawiły). W otoczeniu słabnących marż modelowych perspektywa gotówkowej akwizycji na szczycie hossy może więc coraz bardziej „uwierać” notowania Orlenu, szczególnie że mocną stroną Spółki w ostatnich latach był właśnie niski poziom zadłużenia.

Cena bieżąca

82,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

76,73 PLN

-6,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuj	76,73 PLN	2018-05-09	
poprzednia	redukuj	76,89 PLN	2018-04-06	
Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	-11,3%	-10,1%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-22,4%	-14,7%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	54,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	35 200,5	Średni obrót 6M	78,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	43 553,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,6	-20,3%
Free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	79 553,0	95 364,0	101 434,5	105 638,2	117 512,5
EBITDA	9 642,0	11 078,0	6 530,9	6 693,6	7 803,5
marża EBITDA	12,1%	11,6%	6,4%	6,3%	6,6%
EBIT	7 532,0	8 657,0	3 872,1	3 790,6	4 673,0
Zysk netto	5 261,0	6 655,0	2 943,4	2 801,9	3 466,8
P/E	6,7	5,3	12,0	12,6	10,2
P/BV	1,3	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	4,3	3,5	6,7	6,7	5,8
DPS	2,13	3,00	3,00	3,44	2,95
DYield	2,6%	3,6%	3,6%	4,2%	3,6%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO skor.	7 668	9 581	6 162	6 328	7 430
rafineria	4 549	4 689	1 915	1 579	2 252
petchem	1 776	3 034	2 123	2 601	3 118
detal	1 832	2 049	1 923	1 968	2 018
upstream	255	293	358	400	449
energetyka	0	129	476	445	264
koszty ogólne	-744	-613	-633	-665	-671
EV/EBITDA LIFO skor.	5,5	4,2	7,2	7,2	6,2
Efekt LIFO	86	788	369	366	374
Inne zd. jednorazowe	1 888	709	0	0	0
Saldo finansowe	-645	60	-238	-331	-393
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,3	4,9	2,4	1,9	2,7
detal EBITDA/tonę	224	232	213	214	217
Przerób ropy mln ton	29,6	34,8	30,9	30,9	31,2
Prod. petch. (tys. ton)	3 071	3 551	3 616	3 781	3 781

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Marża+dyferencjał	5,5	5,0	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Marża petchem	342	333	379	337	337	337	337	337	337	337	336,9
USD/PLN	3,54	3,60	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Przychody	101 435	105 638	117 512	125 671	126 285	126 902	127 560	128 214	128 885	129 566	129 566
EBITDA	6 531	6 694	7 804	7 579	7 612	7 752	7 808	7 831	7 866	7 838	7 838
marża EBITDA	6,4%	6,3%	6,6%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%
EBIT	3 872	3 791	4 673	4 478	4 457	4 560	4 559	4 501	4 433	4 437	4 487
Podatek	736	720	888	851	847	866	866	855	842	843	852
CAPEX	-9 263	-3 950	-3 650	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 351	-3 351
Kapitał obrotowy	-2 648	-1 606	-1 943	-721	-91	-92	-97	-97	-100	-101	-101
FCF	-6 116	417	1 322	2 657	3 325	3 444	3 494	3 528	3 575	3 543	3 248
PV FCF	-5 800	369	1 090	2 039	2 373	2 285	2 146	2 006	1 882	1 727	
WACC	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	9 331	8 050	3 192	4 430	5 047
CFO/EBITDA LIFO skor.	122%	84%	52%	70%	68%
Capex	5 033	4 039	5 063	3 950	3 650
Kapitał obrotowy	6 144	7 489	10 137	11 743	13 687
Kapitał własny	26 763	32 197	33 857	35 187	37 393
Dług netto	3 363	761	8 353	9 676	9 933
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,1	1,3	1,4	1,3

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	32 686
Dług netto	412
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	75,46

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	68,90
DCF	50%	75,46
Cena wynikowa		72,18
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		76,73

Energetyka

CEZ

sprzedaj (obniżona)

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

Kurs CEZ nadal pozostaje mocny YTD nie tylko na tle polskiej energetyki, ale również względem indeksu MSCI EU Utilities (odchylenie 6 punktów procentowych) i to pomimo raczej rozczarowujących prognoz przedstawionych przez Zarząd przy okazji publikacji wyników rocznych. Na pewno pozytywnymi katalizatorami były propozycja dywidendowa (33 CZK vs. nasze prognozy 31 CZK i konsensus 26 CZK) oraz powrót wzrostowych tendencji na rynku energii (kontrakt roczny wrócił w okolice 39 EUR/MWh za sprawą wyższych notowań węgla). Niemniej jednak zwracamy uwagę, że w naszych prognozach na najbliższe 2 lata wyższe ceny prądu są już w dużym stopniu uwzględnione (zakładamy 2019 FWD na poziomie 37 EUR/MWh przy niższym od obecnego notowań CO₂), a tegoroczna dywidenda nie będzie już możliwa do utrzymania w kolejnych latach. Aktualnie Spółka jest już wyceniona powyżej 8x EV/EBITDA z 10% premią do indeksu Eurostoxx Utilities (3-letnia średnia nie implikuje żadnej premii), a nie oferuje wyżej stopy DYield od konkurentów (konsensus prognoz 12M FWD). Zwracamy też uwagę na fakt, że premia oferowana w dywidendzie w relacji do rentowności 10-letnich obligacji jest najniższa od 2012 roku. W naszej opinii rynek podchodzi też zbyt lekceważąco do ryzyka związanego z realizacją projektu atomowego. Ostatnie komunikaty z rządu wskazują, że pomysł podziału CEZ nie ma pełnego poparcia i możliwe są inne warianty finansowania budowy bloków jądrowych, w tym odkupienie przez Skarb Państwa części aktywów. Przy obecnej wycenie CEZ brakuje naszym zdaniem bufora bezpieczeństwa na negatywne zaskoczenia. Biorąc pod uwagę powyższe po ostatnich wzrostach kursu obniżamy rekomendację z redukuj do sprzedaj.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	58 596	52 196	53 708	55 179	57 111
EBITDA	58 206	55 155	53 708	55 179	57 111
wytwarzanie	25 403	24 050	22 652	23 860	25 658
wydobycie	4 413	4 056	4 015	4 099	4 180
dystrybucja	20 386	19 067	19 816	20 381	19 780
obrót	5 489	4 613	4 964	4 525	4 911
pozostałe	2 515	3 369	2 260	2 313	2 582
Saldo finansowe	-6 786	-2 867	-4 762	-5 119	-6 130
Produkcja energii TWh	61,1	62,9	67,0	67,6	67,7
w tym OZE	4,5	4,7	4,9	4,9	5,0
Wolumen obrotu TWh	37,5	37,0	37,3	37,6	37,9
dynamika r/r	-2,4%	-1,2%	0,8%	0,8%	0,8%
marża obrotu CZK/MWh	146,5	124,6	133,0	120,3	129,6
WRA w mld CZK	110,5	114,0	119,7	126,6	133,4
wzrost na WRA (EBIT)	13,0%	10,4%	11,2%	10,8%	9,6%

Model DCF

(mln CZK)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (EUR/MWh)	35,9	36,9	35,8	36,4	36,8	37,2	37,7	38,2	38,7	38,7	38,7
EUR/CZK	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
CO ₂ (EUR/t)	10,0	10,5	11,1	11,6	12,2	12,9	13,6	14,3	15,0	15,0	15,0
Przychody	204 375	208 548	218 729	219 627	222 328	224 612	226 935	229 338	231 823	234 395	234 395
EBITDA	57 386	58 950	60 976	60 570	60 233	60 713	61 229	61 724	62 193	62 635	62 635
marża EBITDA	28,1%	28,3%	27,9%	27,6%	27,1%	27,0%	27,0%	26,9%	26,8%	26,7%	26,7%
EBIT	22 752	24 101	25 458	25 623	24 770	24 674	25 109	25 329	25 490	26 808	30 198
Podatek	4 323	4 579	4 837	4 867	4 704	4 685	4 767	4 807	4 837	5 087	5 738
CAPEX	-34 963	-34 663	-34 463	-33 300	-33 272	-33 199	-33 080	-32 912	-32 697	-32 437	-32 437
Kapitał obrotowy	173	-489	-1 194	-105	-317	-268	-272	-282	-291	-302	-302
FCF	18 274	19 218	20 482	22 298	21 940	22 561	23 110	23 722	24 367	24 810	24 159
PV FCF	17 517	17 412	17 538	18 045	16 779	16 303	15 775	15 291	14 828	14 248	
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	567,00 CZK	potencjał zmiany
Cena docelowa	449,51 CZK	-20,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	sprzedaj	449,51 CZK	2018-05-09	
poprzednia	redukuj	449,51 CZK	2018-04-06	
Podstawowe dane			CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	+9,0%	+10,2%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+14,2%	+21,9%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	168,7 mln CZK	
MC (mld CZK)	305,0	Średni obrót 6M	164,4 mln CZK	
EV (mld CZK)	451,5	EV/EBITDA 12M fwd	8,6	+24,7%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	6,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	203 744,0	201 906,0	204 375,2	208 547,7	218 728,7
EBITDA	62 418,0	57 712,0	52 287,0	55 056,5	56 536,3
marża EBITDA	30,6%	28,6%	25,6%	26,4%	25,8%
EBIT	26 114,0	25 620,0	22 752,0	24 100,7	25 458,1
Zysk netto	14 281,0	18 765,0	14 422,8	15 217,7	15 495,6
P/E	21,4	16,3	21,1	20,0	19,7
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA	7,2	7,8	8,6	8,2	8,0
DPS	40,00	33,00	33,00	26,81	28,29
DYield	7,1%	5,8%	5,8%	4,7%	5,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (EUR/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
EUR/CZK			0,0%	0,0%	0,0%
CO ₂ (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln CZK)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	48 953	45 812	53 112	53 821	55 086
CFO/EBITDA	84%	83%	99%	98%	96%
Capex	35 553	30 688	34 963	34 663	34 463
Kapitał obrotowy	40 832	24 140	23 967	24 456	25 650
Kapitał własny	256 812	250 018	247 552	248 347	248 625
Dług netto	140 886	139 546	142 167	141 676	141 537
Dług netto/EBITDA (x)	2,4	2,5	2,6	2,6	2,5

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln CZK)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	452 768
Dług netto	139 546
Inne korekty	-57 471
Wycena DCF na akcję (CZK)	475,38

Wycena

(CZK)	waga	cena
Porównawcza	33%	252,91
DYield-porównawcza	17%	622,69
DCF	50%	475,38
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		449,51

Enea kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Trudno kolejny miesiąc powtarzać te same argumenty dlaczego kurs Enei, podobnie jak pozostałych polskich spółek energetycznych jest pod presją, bo nic się w tym obszarze nie zmienia i nie oczekujemy aby kwestia potencjalnego zaangażowania w nowe „toksyczne” dla wartości projekty inwestycyjne się wykryła. Tymczasem wskazujemy, że „bufor bezpieczeństwa” w wycenie (4,0x EV/EBITDA) jest wystarczający, szczególnie że perspektywa najbliższych lat wygląda pod względem wyników i siły bilansu dość solidnie. Wyniki 1Q'18 na tle całego sektora będą wyglądały co prawda trochę błado (realizacja naszej rocznej prognozy 22%), ale oczekujemy że w drugim półroczu przy wyższej dyspozycyjności najbardziej wydajnych bloków ubytek EBITDA zostanie odrobiony. Naszym zdaniem 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 (nasze prognozy EBITDA na ten rok +7% od konsensusu). Przypominamy, że koncern ma relatywnie niską emisyjność na tle sektora (nawet na „starej” flocie wytwórczej bez nowego bloku 11 emisyjność koncernu to 0,8t/MWh). Podobnie jak w przypadku Energi, wskazujemy że kwestia realizacji projektu Ostrołęka C nie jest jeszcze przesądzona, a ostateczna decyzja o wejściu na budowę zostanie podjęta po aukcjach mocy już po wyborach samorządowych, które na pewno generują dodatkową presję na rząd w kwestii realizacji tej obietnicy wyborczej. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

10,11 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

11,78 PLN

+16,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	11,78 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	+5,5%	+6,7%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-12,1%	-4,4%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	6,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 463,0	Średni obrót 6M	7,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 651,7	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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	11 255,7	11 405,7	12 102,4	12 802,7	12 666,4
EBITDA	2 327,8	2 683,6	2 942,8	2 960,7	2 764,6
marża EBITDA	20,7%	23,5%	24,3%	23,1%	21,8%
EBIT	1 119,3	1 487,7	1 528,7	1 505,0	1 286,2
Zysk netto	784,4	1 070,2	977,8	932,9	757,2
P/E	5,7	4,2	4,6	4,8	5,9
P/BV	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,2	4,1	4,0	4,0	4,5
DPS	0,00	0,28	0,24	0,22	0,21
DYield	0,0%	2,7%	2,4%	2,2%	2,1%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
CO2 (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	2 520	2 649	2 943	2 961	2 765
EBITDA	2 328	2 684	2 943	2 961	2 765
wytwarzanie	517	735	948	911	805
wydobycie	609	709	713	719	597
distribucja	1 111	1 073	1 129	1 175	1 205
obrót	154	178	192	195	199
pozostałe	-67	-13	-39	-40	-41
Saldo finansowe	-51	-21	-184	-214	-262
Produkcja energii TWh	13,6	21,8	24,6	28,2	28,2
w tym OZE	0,5	2,3	2,0	2,0	2,0
Wolumen obrotu TWh	16,7	17,1	17,4	17,8	18,1
dynamika r/r	3,0%	2,5%	1,9%	1,9%	1,9%
marża obrotu PLN/MWh	9,2	10,4	11,0	11,0	11,0
WRA w mld PLN	7,3	7,5	8,0	8,3	8,5
zwrot na WRA (EBIT)	8,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,6%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (PLN/MWh)	166,0	171,7	166,3	151,1	154,0	157,0	159,1	161,3	163,7	166,1	166,1
Węgiel (PLN/t)	224,4	223,2	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4
CO2 (EUR/t)	10,0	10,5	11,1	11,6	12,2	12,9	13,6	14,3	15,0	15,0	15,0
Przychody	12 102	12 803	12 666	12 102	12 339	12 659	13 002	13 236	13 482	13 743	13 743
EBITDA	2 943	2 961	2 765	3 068	3 109	3 248	3 380	3 409	3 443	3 488	3 488
marża EBITDA	24,3%	23,1%	21,8%	25,3%	25,2%	25,7%	26,0%	25,8%	25,5%	25,4%	25,4%
EBIT	1 529	1 505	1 286	1 553	1 585	1 656	1 719	1 714	1 709	1 711	1 303
Podatek	290	286	244	295	301	315	327	326	325	325	247
CAPEX	-2 430	-2 415	-2 905	-2 950	-2 759	-2 306	-2 078	-2 112	-2 148	-2 186	-2 186
Kapitał obrotowy	-589	-75	231	50	-21	-29	-31	-21	-22	-23	-23
FCF	-367	185	-154	-127	28	599	945	951	948	954	1 032
PV FCF	-350	166	-129	-99	21	415	614	578	540	508	
WACC	6,6%	6,7%	6,7%	6,6%	6,5%	6,5%	6,6%	6,7%	6,9%	7,0%	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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	2 424	2 580	2 098	2 641	2 801
CFO/EBITDA	104%	96%	71%	89%	101%
Capex	2 688	2 058	2 430	2 415	2 905
Kapitał obrotowy	1 132	698	1 288	1 362	1 131
Kapitał własny	12 176	13 078	13 939	14 764	15 419
Dług netto	4 379	5 523	6 156	6 252	6 720
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	2,1	2,1	2,1	2,4

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	12 442
Dług netto	5 523
Inne korekty	-2 069
Wycena DCF na akcję (PLN)	10,99

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	23,70
DYield-porównawcza	0%	5,26
DCF	100%	10,99
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		11,78

Energa kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Energa podobnie jak cały polski sektor energetyczny nie może podnieść się po ostatnich spadkach i to pomimo sprzyjających warunków makro (wzrosty cen energii, zielonych certyfikatów). Oczywiście głównym ciężarem dla notowań jest niepewność w zakresie zaangażowania w rządowe projekty inwestycyjne o wątpliwej stopie zwrotu dla akcjonariuszy i w tym temacie trudno spodziewać się jakiegś zmiany narracji zarówno ze strony samej Spółki jak i ministerstwa. Aktualna wartość EV to jednak zaledwie 75% wartości WRA dystrybucji Energi, co oznacza że rynek pozostaje 0,5 mld PLN EBITDA rocznie (w tym 0,27 mld PLN z biznesu detalicznego i 0,16 mld PLN z OZE) wycenia na -3,3 mld PLN (przy naszych szacunkach ujemne NPV Ostrołęki C to około -0,5 mld PLN). Wskaźnik EV/EBITDA dla lat 2018-19 wynosi tylko 3,7x, co plasuje się wyraźnie poniżej najbliższych konkurentów, mimo bardziej „bezpiecznego” profilu wyników (prawie 80% EBITDA z dystrybucji, wytwarzanie w 80% regulowane przez usługi systemowe). Warto też pamiętać, że Energa produkuje 1,5 TWh energii w oparciu o OZE, co jest ważne zarówno w kontekście ostatnich wzrostów zielonych certyfikatów (0,7 TWh objętych wsparciem) jak i rosnących cen energii napędzanych CO₂ (aktualny 1Y Fwd wyższy od realizacji 2017 o 36 PLN/MWh). Zwracamy uwagę, że Energa jest najbardziej odporna na ewentualne fiasko rynku mocy, czyli scenariusz, który inwestorzy dzisiaj przyjmują jako bazowy. Spółka ma bowiem bardzo ograniczoną ekspozycję na generację konwencjonalną, a dodatkowo niskie ceny w aukcjach będą implikować zawieszenie projektu Ostrołęki C. Biorąc powyższe pod uwagę podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

10,07 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,91 PLN

+48,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	14,91 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	-3,5%	-2,4%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	-20,9%	-13,2%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	6,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 169,7	Średni obrót 6M	10,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 232,9	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	-21,4%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	10 181,0	10 534,0	11 270,0	11 603,3	11 619,4
EBITDA	2 027,0	2 160,0	2 304,3	2 349,0	2 278,0
marża EBITDA	19,9%	20,5%	20,4%	20,2%	19,6%
EBIT	487,0	1 210,0	1 285,2	1 277,1	1 211,6
Zysk netto	151,0	773,0	827,2	815,9	730,6
P/E	27,6	5,4	5,0	5,1	5,7
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,4	3,8	3,6	3,6	3,9
DPS	0,49	0,19	0,29	0,30	0,30
DYield	4,9%	1,9%	2,8%	3,0%	3,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	2 040	2 091	2 304	2 349	2 278
EBITDA	2 027	2 160	2 304	2 349	2 278
wytwarzanie konw./CHP	195	229	209	192	113
OZE	119	169	149	165	165
dystrybucja	1 720	1 723	1 741	1 784	1 789
obróć	40	85	269	273	277
pozostałe	-48	-46	-64	-65	-66
Saldo finansowe	-282	-208	-227	-233	-276
Produkcja energii TWh	3,9	4,3	4,0	4,0	4,0
w tym OZE	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6
Wolumen obrotu TWh	19,6	20,4	20,7	21,0	21,3
dynamika r/r	17,1%	4,0%	1,5%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	4,2	2,0	13,0	13,0	13,0
WRA w mld PLN	11,5	11,7	12,2	12,6	12,9
zwrot na WRA (EBIT)	8,5%	8,2%	7,9%	7,5%	7,3%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (PLN/MWh)	166,0	171,7	166,3	151,1	154,0	157,0	159,1	161,3	163,7	166,1	166,1
Węgiel (PLN/t)	224,4	223,2	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4
CO2 (EUR/t)	10,0	10,5	11,1	11,6	12,2	12,9	13,6	14,3	15,0	15,0	15,0
Przychody	11 270	11 603	11 619	11 383	11 594	11 867	12 027	12 191	12 359	12 530	12 530
EBITDA	2 304	2 349	2 278	2 270	2 241	2 378	2 534	2 580	2 637	2 698	2 698
marża EBITDA	20,4%	20,2%	19,6%	19,9%	19,3%	20,0%	21,1%	21,2%	21,3%	21,5%	21,5%
EBIT	1 285	1 277	1 212	1 162	1 173	1 244	1 329	1 341	1 360	1 426	1 426
Podatek	244	243	230	221	223	236	253	255	258	271	271
CAPEX	-1 573	-1 849	-2 202	-2 261	-2 087	-1 654	-1 485	-1 494	-1 499	-1 502	-1 502
Kapitał obrotowy	-98	-44	-2	31	-28	-36	-21	-22	-22	-23	-23
FCF	389	213	-156	-180	-97	452	775	810	857	903	903
PV FCF	368	188	-128	-138	-69	299	477	464	455	444	
WACC	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,4%	7,5%	7,7%	7,8%	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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	1 782	2 182	1 981	2 083	2 077
CFO/EBITDA	88%	101%	86%	89%	91%
Capex	1 580	1 280	1 573	1 849	2 202
Kapitał obrotowy	1 608	1 403	1 501	1 545	1 548
Kapitał własny	8 777	9 409	10 118	10 809	11 416
Dług netto	4 664	4 064	4 014	4 143	4 672
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	1,9	1,7	1,8	2,1

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	10 078
Dług netto	4 064
Inne korekty	-226
Wycena DCF na akcję (PLN)	13,98

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	25,05
DYield-porównawcza	0%	6,50
DCF	100%	13,98
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		14,91

PGE kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wstępne wyniki za 1Q'18 nie wywołały większego entuzjazmu na rynku, mimo że sygnalizują możliwość rewizji rynkowego konsensusu w górę (wykonanie 31% na poziomie EBITDA), szczególnie w kontekście wysokich spotowych cen energii. Podobnie jak w całym sektorze również w przypadku PGE trudno przebić się do inwestorów z argumentacją o sprzyjającym otoczeniu makro (wyższe ceny energii na rok 2019 i wzrost cen węgla ARA) w kontekście coraz to nowych pomysłów ministerstwa energii (jak chociażby finansowanie projektu atomowego w całości z „darmowego” kapitału własnego państwowych spółek). Niemniej jednak biorąc poprawkę na dość odległą perspektywę dla projektu jądrowego i uwzględniając wizję dodatnich przepływów pieniężnych w kolejnych latach utrzymujemy naszą pozytywną rekomendację. Liczymy, że widoczne wzrosty cen energii na TGE, negujące katastroficzny scenariusz zawężenia clean dark spreadu, w zestawieniu z dość konserwatywnym konsensem mogą w krótkim terminie stanowić wystarczający argument do mocniejszego odreagowania notowań sektora. Aktualne notowania kontraktów na TGE wskazują, że póki co terminowa marża dla elektrowni węglowej zintegrowanej pionowo na rok 2019 jest już wyższa od tej zabezpieczonej na rok 2018, co wskazuje na potencjał do pozytywnego zaskoczenia. My w bazowym scenariuszu zakładamy spadek CDS dla węgla kamiennego w przyszłym roku o 10 PLN/MWh i 13 PLN/MWh dla węgla brunatnego, tak więc zaaplikowanie do modelu bieżących odczytów implikowałoby podniesienie prognozy EBITDA'19 nawet o 0,5-0,6 mld PLN (7-8% skons. EBITDA). Tymczasem przy aktualnych szacunkach wyników koncern jest notowany na 3,9x EV/EBITDA.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	6 124	6 481	7 413	7 249	7 141
EBITDA	7 376	7 650	7 413	7 249	7 141
wytwarzanie	4 182	4 099	3 843	3 619	3 478
OZE	365	364	375	399	401
dystribucja	2 230	2 333	2 424	2 457	2 484
obrót	500	811	727	731	735
pozostałe	99	43	43	43	43
Saldo finansowe	-238	-330	-298	-405	-403
Produkcja energii TWh	53,7	56,8	67,0	74,1	83,8
w tym OZE	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3
Wolumen obrotu TWh	43,0	40,4	41,0	41,7	42,3
dynamika r/r	10,2%	-5,9%	1,5%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	11,6	20,1	17,7	17,5	17,4
WRA w mld PLN	15,1	15,6	16,3	16,6	16,9
zwrot na WRA (EBIT)	7,3%	7,5%	7,8%	7,8%	7,8%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (PLN/MWh)	166,0	171,7	166,3	151,1	154,0	157,0	159,1	161,3	163,7	166,1	166,1
Węgiel (PLN/t)	224,4	223,2	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4
CO2 (EUR/t)	10,0	10,5	11,1	11,6	12,2	12,9	13,6	14,3	15,0	15,0	15,0
Przychody	25 696	27 773	28 891	26 801	27 395	28 018	28 525	29 059	29 615	30 199	30 199
EBITDA	7 413	7 249	7 141	7 389	7 401	7 403	7 370	7 342	7 388	7 440	7 440
marża EBITDA	28,8%	26,1%	24,7%	27,6%	27,0%	26,4%	25,8%	25,3%	24,9%	24,6%	24,6%
EBIT	4 035	3 652	3 264	3 480	3 452	3 368	3 221	3 056	2 944	3 019	3 259
Podatek	767	694	620	661	656	640	612	581	559	574	619
CAPEX	-7 446	-5 844	-4 251	-4 091	-4 038	-3 941	-3 997	-4 056	-4 117	-4 180	-4 180
Kapitał obrotowy	402	-241	-130	243	-69	-72	-59	-62	-65	-68	-68
FCF	-398	470	2 140	2 879	2 638	2 750	2 702	2 643	2 647	2 618	2 572
PV FCF	-376	410	1 723	2 136	1 805	1 734	1 571	1 417	1 308	1 193	
WACC	8,1%	8,2%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

10,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,89 PLN

+28,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	12,89 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane	PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M -0,2% +0,9%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD -17,0% -9,4%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M 12,7 mln PLN
MC (mln PLN)	18 697,8	Średni obrót 6M 23,1 mln PLN
EV (mln PLN)	28 039,3	EV/EBITDA 12M fwd 4,2 -15,5%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg 5,0 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	28 092,0	23 100,0	25 695,5	27 773,2	28 890,8
EBITDA	7 376,0	7 650,0	7 412,5	7 248,8	7 140,6
marża EBITDA	26,3%	33,1%	28,8%	26,1%	24,7%
EBIT	3 512,0	3 620,0	4 035,3	3 651,7	3 263,7
Zysk netto	2 568,0	2 660,0	2 977,5	2 581,3	2 269,6
P/E	7,3	7,0	6,3	7,2	8,2
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,2	3,6	3,8	3,9	3,8
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,35
DYield	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%	3,5%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
CO2 (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	6 391	7 934	7 105	6 390	6 467
CFO/EBITDA	87%	104%	96%	88%	91%
Capex	7 935	6 071	7 446	5 844	4 251
Kapitał obrotowy	3 325	3 388	2 986	3 227	3 357
Kapitał własny	42 679	45 188	48 166	50 747	52 371
Dług netto	5 045	7 487	8 127	7 985	6 817
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	1,0	1,1	1,1	1,0

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	32 692
Dług netto	7 487
Inne korekty	-2 604
Wycena DCF na akcję (PLN)	12,09

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	18,68
DYield-porównawcza	0%	2,69
DCF	100%	12,09
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		12,89

Tauron trzymaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wstępne wyniki za 1Q'18 okazały się pozytywnym zaskoczeniem, ale zwracamy uwagę, że w przypadku segmentu wytwarzania niekoniecznie mogą być ekstrapolowane na kolejne okresy tego roku (efekt przestojów remontowych w systemie i wysokich cen spotowych oraz ORM). Nadal uważamy, że mimo ostatniej przeceny, Tauron pozostaje najmniej preferowaną Spółką w sektorze i dlatego pozostawiamy neutralną rekomendację. Wskazujemy, że na EV/EBITDA'18-19 jest notowany z wyraźną premią do konkurencji (4,5x vs. 4,0x), podczas gdy ryzyka dla wyników w krótkim terminie pozostają największe. Przypominamy, że koncern ma jeden z wyższych wskaźników emisji CO₂ na 1 MWh wyprodukowanej energii i praktycznie nie posiada żadnych darmowych uprawnień emisyjnych, tak więc jest szczególnie uwrażliwiony na ewentualny wzrost cen CO₂. Ubiegłoroczne rozczarowanie i słabe dane operacyjne za 1Q'18 w segmencie wydobywania skłaniają nas także do większej ostrożności przy prognozowaniu poprawy wyników w tym obszarze w kolejnych latach. Nie podzielamy też opinii, że wysoki poziom zadłużenia Spółki na tle konkurentów chroni Tauron przed partycypacją w projekcie atomowym (w połowie przyszłej dekady bilans będzie już mocniejszy). Ważnym aspektem jest również to, że w kontekście zasady kumulowania pomocy publicznej, Tauron jako jedyny może mieć istotny problem z potrącaniem darmowych uprawnień CO₂ z płatności mocowych (większość z 50 mln ton certyfikatów na lata 2013-20 była alokowana w zamian za inwestycje efektywnościowe w wytwarzaniu, a konkurenci do KPI zgłaszali capex dystrybucyjny). W najbliższym raporcie sektorowym uwzględnimy ten element w naszej wycenie i prognozach po roku 2020.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	3 374	3 508	3 383	3 421	3 570
EBITDA	3 337	3 545	3 383	3 421	3 570
wytwarzanie	545	464	217	162	315
wydobywanie	-82	-83	139	128	78
dystrybucja	2 395	2 283	2 429	2 544	2 580
obrót	490	841	567	558	566
pozostałe	-9	40	30	30	31
Saldo finansowe	-293	-49	-185	-273	-314
Produkcja energii TWh	16,8	18,4	16,0	16,2	19,2
w tym OZE	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
Wolumen obrotu TWh	32,0	34,9	35,5	36,0	36,5
dynamika r/r	-10,9%	9,1%	1,5%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	17,3	18,3	16,0	15,5	15,5
WRA w mld PLN	15,4	16,1	16,9	17,3	17,5
zwrot na WRA (EBIT)	8,9%	7,5%	7,9%	8,1%	8,1%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (PLN/MWh)	166,0	171,7	166,3	151,1	154,0	157,0	159,1	161,3	163,7	166,1	166,1
Węgiel (PLN/t)	224,4	223,2	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4
CO ₂ (EUR/t)	10,0	10,5	11,1	11,6	12,2	12,9	13,6	14,3	15,0	15,0	15,0
Przychody	17 903	18 463	18 669	18 271	18 617	18 992	19 337	19 703	20 062	20 435	20 435
EBITDA	3 383	3 421	3 570	3 826	3 861	3 936	3 995	4 077	4 159	4 227	4 227
marża EBITDA	18,9%	18,5%	19,1%	20,9%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%
EBIT	1 654	1 584	1 569	1 756	1 798	1 827	1 834	1 858	1 878	1 874	1 455
Podatek	314	301	298	334	342	347	349	353	357	356	276
CAPEX	-4 397	-4 010	-2 649	-2 706	-2 675	-2 698	-2 707	-2 733	-2 733	-2 773	-2 773
Kapitał obrotowy	-14	-16	-6	11	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10
FCF	-1 342	-906	618	797	835	881	930	981	1 059	1 088	1 168
PV FCF	-1 284	-819	527	639	628	621	612	602	606	580	
WACC	6,0%	5,9%	6,1%	6,3%	6,5%	6,8%	7,0%	7,2%	7,4%	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%

Cena bieżąca

2,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,73 PLN

+21,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	2,73 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane	TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M -7,0% -5,9%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD -26,2% -18,6%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M 11,8 mln PLN
MC (mln PLN)	3 943,2	Średni obrót 6M 10,2 mln PLN
EV (mln PLN)	14 516,7	EV/EBITDA 12M fwd 4,4 -10,8%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg 4,9 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	17 646,5	17 416,0	17 902,8	18 462,6	18 668,9
EBITDA	3 336,8	3 545,3	3 383,0	3 420,8	3 570,3
marża EBITDA	18,9%	20,4%	18,9%	18,5%	19,1%
EBIT	801,5	1 806,3	1 654,2	1 584,4	1 568,7
Zysk netto	367,5	1 380,7	1 156,2	1 031,9	987,5
P/E	10,7	2,9	3,4	3,8	4,0
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,8	3,6	4,3	4,6	4,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
CO ₂ (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	3 064	3 559	3 056	3 126	3 297
CFO/EBITDA	92%	100%	90%	91%	92%
Capex	3 647	3 562	4 397	4 010	2 649
Kapitał obrotowy	517	489	502	518	523
Kapitał własny	16 649	18 036	19 120	20 078	20 993
Dług netto	8 595	8 944	10 544	11 774	11 513
Dług netto/EBITDA (x)	2,6	2,5	3,1	3,4	3,2

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	14 244
Dług netto	8 944
Inne korekty	-808
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,56

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	6,71
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	2,56
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		2,73

Telekomunikacja, media, IT

Netia

sprzedaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Wyniki Netii za 1Q'18 były wyższe od naszych oczekiwań o >5% na linii EBITDA, głównie z mniejszych kosztów utrzymania sieci (91,5 mln PLN vs. 96,3 mln PLN nasza prognoza i 101,3 mln PLN w 4Q'17). Jednak obecnie jest zbyt wcześnie by korygować całoroczne nasze prognozy w górę (1Q'18/2018 = 25,8%, gdzie wyniki są w trendzie spadkowym). Nasza cena docelowa dla Netii implikuje 18,1% potencjał spadku, stąd nie zmieniamy naszego zalecenia sprzedaj. Cyfrowy Polsat na początku grudnia'17 przejął 32% udziałów w Netii i ogłosił chęć wezwania do progu 66%. Do przejścia 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, sądzimy, 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.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Klienci linii głosowe (tys.)	1 140	1 014	988	951	931
ARPU głos wł. infras. (PLN)	28,4	26,5	25,9	25,4	24,9
ARPU głos WLR + LLU (PLN)	39,9	39,0	38,3	37,9	37,5
klienci broadband (tys.)	697	640	642	633	659
ARPU broadband (PLN)	56,3	56,0	56,6	57,7	58,9
Przychody	1 522	1 442	1 393	1 371	1 367
bezpośrednie usługi głos.	471	405	362	333	316
transmisja danych	659	616	616	613	621
rozł. międzyop. i hurt.	209	234	228	234	237
inne	183	188	187	191	194
Koszty sprzedaży	294	275	284	285	288
Koszty ogół. zarządu	149	148	144	145	147
EBIT	25	72	60	57	67
marża	1,7%	5,0%	4,3%	4,2%	4,9%
Zysk netto	32,6	35,5	37,0	30,7	35,1

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	1 393	1 371	1 367	1 383	1 411	1 445	1 483	1 529	1 581	1 597	1 597
EBITDA	355	346	353	366	374	382	392	406	423	427	427
marża EBITDA	25,5%	25,2%	25,8%	26,5%	26,5%	26,4%	26,4%	26,5%	26,7%	26,7%	26,7%
Amortyzacja	295	289	286	288	293	298	304	312	287	290	290
EBIT	60	57	67	78	81	84	87	93	136	137	137
Podatek	11	11	13	15	15	16	17	18	26	26	26
NOPLAT	49	46	54	63	66	68	71	76	110	111	111
CAPEX	-385	-382	-381	-190	-194	-198	-204	-210	-217	-219	-219
Kapitał obrotowy	-30	-1	0	0	0	1	1	1	-5	0	0
FCF	-71	-47	-41	162	165	168	172	179	175	182	182
PV FCF	-68	-42	-34	124	117	111	106	102	92	89	
WACC	7,4%	7,3%	7,2%	7,5%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Dług netto / EV	17,8%	20,2%	22,3%	17,3%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

5,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,30 PLN

-18,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	4,30 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	+1,0%	+2,1%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-2,4%	+5,2%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 769,5	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 156,8	EV/EBITDA 12M fwd	6,1	+31,8%
Free float	100,0%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 522	1 442	1 393	1 371	1 367
EBITDA	426	384	355	346	353
marża EBITDA	28,0%	26,6%	25,5%	25,2%	25,8%
EBIT	25	72	60	57	67
Zysk netto	33	36	37	31	35
P/E	54,4	49,8	47,8	57,7	50,5
P/BV	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	4,6	5,4	6,1	6,4	6,5
DPS	0,39	0,38	0,00	0,00	0,00
DYield	7,5%	7,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	442	346	317	340	348
CFO/EBITDA	104%	90%	89%	98%	99%
Capex	-209	-268	-385	-382	-381
Aktywa ogółem	2 450	2 401	2 552	2 696	2 906
Kapitał własny	1 896	1 778	1 816	1 847	1 882
Dług netto	204	285	387	450	510
Dług netto/EBITDA (x)	0,5	0,7	1,1	1,3	1,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	52,8	48,0	52,8	9,6	9,6	8,8
Maksimum	8,3	7,9	7,5	3,7	3,6	3,4
Mediana	13,3	12,9	11,3	5,7	5,5	5,3
waga	13%	23%	15%	13%	23%	15%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 752
Dług netto	285
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,35

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	3,75
DCF	50%	4,35
cena wynikowa		4,05
koszt kapitału 9M		6,2%
cena docelowa za 9M		4,30

Orange Polska kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Orange Polska w ciągu ostatniego miesiąca spadło o ponad 10%, co naszym zdaniem jest nieuzasadnione. Wyniki za 1Q'18 były zgodne z oczekiwaniami. Z pominięciem wpływu wprowadzenia standardu IFRS15, zysk EBITDA była stabilny R/R. Tempo pozyskiwania abonentów sieci FTTH (tj. +34 tys.) w 1Q'18 było relatywnie wysokie. Przychody z usług konwergentnych wzrosły R/R o 38%. Zarząd podtrzymał cele na cały rok. Konferencja powynikowa nie przyniosła istotnych wiadomości. Stąd, podtrzymujemy nasze prognozy i pozytywne podejście do spółki. Orange Polska pozostaje naszym faworytem w sektorze telekomunikacyjnym. 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 = 4,5x, z dwucyfrowym 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 > 1/3 nakładów na sieć.

Cena bieżąca

5,33 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,60 PLN

+42,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	7,60 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	-8,3%	-7,1%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	-7,9%	-0,3%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	8,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 993,0	Średni obrót 6M	11,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 859,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	-4,0%
Free float	49,3%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	11 538	11 381	11 297	11 359	11 530
EBITDA skor.	3 163	2 807	3 069	3 217	3 384
marża EBITDA	27,4%	24,7%	27,2%	28,3%	29,3%
EBIT	-1 354	229	647	921	1 199
Zysk netto	-1 746	-60	299	545	791
P/E	-	-	23,3	12,8	8,8
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,4	4,8	4,5	4,1	3,7
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	4,7%	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
dost. szerokopasm. (tys.)	2 206	2 438	2 741	3 120	3 511
klienci ust. głosowe (tys.)	3 932	3 684	3 157	2 725	2 286
Przychody	11 538	11 381	11 297	11 359	11 530
telefonnia komórkowa	6 324	6 141	6 093	6 105	6 136
telefonnia stacjonarna	4 720	4 571	4 556	4 606	4 733
pozostałe	494	669	648	648	661
Koszty	8 445	8 655	8 337	8 237	8 220
koszty pracownicze	1 636	1 690	1 581	1 473	1 437
usługi obce	6 432	6 416	6 412	6 439	6 467
poz. przychody i koszty	377	341	344	325	317
rozwiązanie stos. pracy	0	208	0	0	0
sprzedaż aktywów	70	81	110	95	80
EBITDA	3 163	2 807	3 069	3 217	3 390
marża	27,4%	24,7%	27,2%	28,3%	29,4%
Zysk netto	-1 746	-60	299	545	791

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	11 297	11 359	11 530	11 672	11 826	11 928	12 012	12 079	12 132	12 173	12 173
EBITDA	3 069	3 217	3 390	3 462	3 508	3 546	3 563	3 563	3 574	3 587	3 587
marża EBITDA	27,2%	28,3%	29,4%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%
Amortyzacja	2 416	2 290	2 185	2 099	2 031	1 979	1 944	1 923	1 917	1 899	1 899
EBIT	647	921	1 199	1 358	1 471	1 560	1 613	1 634	1 651	1 681	1 681
Podatek	123	175	228	258	280	296	306	310	314	319	319
NOPLAT	524	746	971	1 100	1 192	1 264	1 307	1 323	1 337	1 362	1 362
CAPEX	-2 112	-2 071	-1 972	-2 248	-2 200	-1 762	-1 785	-1 827	-1 869	-1 899	-1 899
Kapitał obrotowy	-819	-162	-117	-94	-84	-92	-95	-96	-98	-99	-99
FCF	9	803	1 068	857	938	1 389	1 371	1 323	1 288	1 263	1 263
PV FCF	8	718	897	677	696	968	897	812	742	682	
WACC	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,4%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Dług netto / EV	49,0%	46,4%	43,7%	43,3%	44,1%	42,9%	41,9%	41,0%	40,3%	39,7%	39,7%
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	2 549	2 064	1 896	2 672	2 858
CFO/EBITDA	81%	74%	62%	83%	84%
Capex	-5 604	-1 643	-2 222	-2 166	-2 052
Aktywa ogółem	22 588	22 933	22 181	22 667	23 062
Kapitał własny	10 007	9 936	10 294	10 838	11 301
Dług netto	6 932	6 436	6 865	6 169	5 530
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	2,3	2,2	1,9	1,6

Analiza porównawcza

	EV / EBITDA			DYield - RFR		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	9,6	9,6	8,8	5,6%	7,4%	9,2%
Maksimum	3,7	3,6	3,4	-7,6%	-7,0%	-2,3%
Mediana	5,7	5,5	5,3	2,0%	2,2%	1,2%
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	17 393
Dług netto	6 436
Inne korekty	2
Wycena DCF na akcję (PLN)	8,35

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,94
DCF	50%	8,35
Cena wynikowa		7,14
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		7,60

Play trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Od dnia odcięcia dywidendy notowania Play spadły o kolejne 4%, pomimo coraz bardziej atrakcyjnej wyceny wskaźnikowej (na EV/EBITDA'18 poniżej poziomu 5,9x). Sądzymy, że powodem są zbliżająca się publikacja wyników za 1Q'18. Spodziewamy się dość słabych rezultatów: Play zanotuje pierwszy raz od momentu IPO spadek na linii EBITDA. Wyniki za 1Q'18 potwierdzą stawiane przez nas tezy ze styczniowego raportu analitycznego: trudno będzie wygenerować wzrosty wyników z pozycji lidera rynkowego na polskim rynku telekomunikacyjnym. Dodatkowo, strategicznym ryzykiem pozostaje brak nogi stacjonarnej, co ogranicza potencjał do sprzedaży usług konwergentnych. W kontekście przejęcia Netii przez Cyfrowy Polsat oraz współpracy T-Mobile i Orange Polska na BSA na liniach FTTH, Play może w ciągu roku zostać jedynym, z wielkiej czwórki MNO, graczem bez nogi stacjonarnej w obszarze B2C miasta. To główny rynek działania Play, stąd inwestorzy powinni uwzględniać ryzyko w wycenie. Podtrzymujemy neutralne nastawienie do Play.

Cena bieżąca

29,14 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

30,93 PLN

+6,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	30,93 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	-1,1%	+0,1%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	-6,7%	+0,9%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M		7,2 mln PLN
MC (mln PLN)	7 392,8	Średni obrót 6M		16,7 mln PLN
EV (mln PLN)	13 923,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,8	-9,5%
Free float	49,4%	EV/EBITDA 5Y avg	6,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	6 118	6 670	7 061	7 341	7 546
EBITDA	1 924	1 904	2 351	2 272	2 481
marża EBITDA	31,5%	28,5%	33,3%	31,0%	32,9%
EBIT	1 290	1 107	1 536	1 423	1 577
Zysk netto	712	387	919	957	991
P/E	10,4	19,1	8,0	7,7	7,5
P/BV	5,5	-	66,6	17,7	9,7
EV/EBITDA	6,5	7,4	5,9	6,1	5,5
DPS	0,00	0,00	2,56	2,56	2,56
DYield	0,0%	0,0%	8,8%	8,8%	8,8%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywni klienci (tys.)	12 011	12 394	12 965	13 245	13 441
ARPU (PLN)	31,4	32,0	32,8	33,3	33,7
Przychody	6 118	6 670	7 061	7 341	7 546
przychody z usług	4 493	4 878	5 192	5 412	5 569
obrót sprzętem	1 625	1 792	1 869	1 929	1 977
Koszty	4 193	4 766	4 710	4 911	5 065
interkonekt	1 496	1 730	1 860	1 933	1 949
koszty kontraktów	399	429	443	456	472
sprzęt	1 366	1 410	1 484	1 551	1 629
koszty osobowe	228	526	277	284	290
usługi obce	567	606	563	599	634
pozostałe	138	65	82	89	91
EBITDA skoryg.	2 035	2 298	2 381	2 460	2 511
marża	33,3%	34,5%	33,7%	33,5%	33,3%
Zysk netto	712	387	919	957	991

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	1 588	1 389	1 955	2 098	2 174
CFO/EBITDA skor.	78%	60%	82%	85%	87%
Capex	-2 316	-625	-690	-767	-829
Aktywa ogółem	8 747	8 831	8 543	8 712	8 902
Kapitał własny	1 343	-213	111	418	760
Dług netto	5 111	6 791	6 531	6 372	6 190
Dług netto/EBITDA (x)	2,5	3,0	2,7	2,6	2,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	8,3	7,9	7,5	3,7	3,6	3,4
Maksimum	52,8	48,0	52,8	9,6	9,6	8,8
Mediana	13,3	12,9	11,3	5,7	5,5	5,3
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	7 061	7 341	7 546	7 687	7 801	7 877	7 944	8 004	8 055	8 101	8 101
EBITDA	2 351	2 272	2 481	2 510	2 534	2 574	2 585	2 594	2 600	2 604	2 604
marża EBITDA	35,3%	32,2%	33,8%	33,3%	33,0%	33,0%	32,8%	32,7%	32,5%	32,3%	32,3%
Amortyzacja	815	850	904	940	1 028	963	957	929	877	834	834
EBIT	1 536	1 423	1 577	1 570	1 506	1 611	1 628	1 665	1 723	1 769	1 769
Podatek	292	270	300	298	286	306	309	316	327	336	336
NOPLAT	1 244	1 152	1 277	1 272	1 220	1 305	1 318	1 349	1 396	1 433	1 433
CAPEX	-690	-767	-829	-1 697	-624	-1 096	-928	-640	-644	-646	-646
Kapitał obr. + inne	-337	-294	-297	-322	-317	-308	-308	-307	-306	-305	-305
FCF	1 033	941	1 055	192	1 307	864	1 039	1 331	1 323	1 317	1 317
PV FCF	985	835	871	148	935	575	644	766	707	653	
WACC	7,4%	7,5%	7,5%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%
Dług netto / EV	43,7%	43,1%	42,4%	44,8%	43,3%	43,1%	42,4%	40,7%	39,1%	37,5%	37,5%
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%

*skorygowana o dywidendę 2,57 PLN, dzień ustalenia prawa 2018-05-02

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,3
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	15 589
Dług netto	6 791
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	34,68

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	27,82
DCF	50%	34,68
Cena wynikowa		31,22
Koszt kapitału 9M		37,3%
Cena docelowa za 9M*		30,93

Agora kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Agory. Pomimo, że oczyszczona EBITDA rośnie w tempie zaledwie 5% R/R w 2018 r, Agora jest obecnie notowana na EV/EBITDA'17 = 5,0x, z >35% dyskontem do spółek porównywalnych. Naszym zdaniem sam segment kinowy jest wyceniany co najmniej 12,1 PLN na akcję, tj. >80% 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 >7%. 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, dezinvestycji spadkowych pobocznych biznesów, dalszych redukcji kosztów oraz uwolnienia nieefektywnie wykorzystywanych aktywów (jak nieruchomości pod drukarnię).

Cena bieżąca

14,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,40 PLN

+26,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	18,40 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	+2,8%	+4,0%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	+0,4%	+8,1%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	675,4	Średni obrót 6M	0,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	646,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	-0,9%
Free float	62,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 198	1 165	1 191	1 227	1 252
EBITDA	115	30	130	121	122
marża EBITDA	9,6%	2,6%	10,9%	9,9%	9,8%
EBIT	17	-73	39	34	40
Zysk netto	-17	-84	25	23	28
P/E	-	-	27,5	29,9	24,4
P/BV	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	6,2	23,3	5,0	5,2	5,1
DPS	0,75	0,46	0,50	0,75	1,00
DYield	5,2%	3,2%	3,4%	5,2%	6,9%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
rozpowsz. GW (tys.)	161	124	112	108	107
sprzed. bilety do kin (mln)	10,8	12,2	13,2	13,9	14,1
ATP (PLN)	18,1	18,4	19,0	19,3	19,7
RPH (PLN)	6,7	6,8	6,9	7,0	7,2
Przychody	1 198	1 165	1 191	1 227	1 252
prasa	268	236	231	230	231
film i książka	364	416	454	483	497
reklama zewnętrzna	168	163	164	168	172
internet	168	169	165	167	171
radio	113	114	123	126	130
druk	156	102	89	88	87
wylączenia	-38	-34	-34	-35	-35
EBITDA	115	30	130	121	122
marża	9,6%	2,6%	10,9%	9,9%	9,8%
Zysk netto	-16,6	-83,5	24,5	22,6	27,7

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	97	77	117	111	112
CFO/EBITDA	84%	76%	90%	92%	92%
Capex	-89	-70	-68	-52	-59
Aktywa ogółem	1 569	1 396	1 420	1 400	1 377
Kapitał własny	1 097	996	1 021	1 009	990
Dług netto	15	4	-54	-79	-86
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,0	-0,4	-0,7	-0,7

Analiza porównawcza

	18P	P/E	20P	18P	EV/EBITDA	20P
Minimum	24,5	21,7	19,0	14,9	12,3	11,2
Maksimum	11,7	8,0	9,2	5,7	4,6	4,3
Mediana	15,5	14,3	12,3	7,8	7,4	7,1
waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	1 191	1 227	1 252	1 285	1 314	1 340	1 367	1 395	1 424	1 453	1 482
EBITDA	130	121	122	126	129	131	134	136	139	142	145
marża EBITDA	10,9%	9,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,7%	9,8%	10,0%
Amortyzacja	91	87	83	78	75	71	68	64	63	64	65
EBIT	39	34	40	47	54	60	66	72	76	78	80
Podatek	7	7	8	9	10	11	13	14	14	15	15
NOPLAT	31	28	32	38	44	49	54	58	62	64	65
CAPEX	-68	-52	-59	-61	-57	-58	-60	-61	-63	-64	-65
Kapitał obrotowy	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-4	-4
FCF	52	60	53	53	59	58	58	58	58	60	61
PV FCF	49	52	42	39	40	37	33	31	28	27	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	806
Dług netto	4
Inne korekty	47
Wycena DCF na akcję (PLN)	17,36

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	17,23
DCF	50%	17,36
Cena wynikowa		17,29
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		18,40

Cyfrowy Polsat trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Zbliżająca się publikacja wyników Cyfrowego Polsatu za 1Q'18 nie przyniesie naszym zdaniem przełomu w postrzeganiu spółki. Spodziewamy się, że EBITDA z pominięciem wpływu IFRS będzie 3% niższa R/R. Widoczne będą spadki przychodów detalicznych, co grupa nadrobi dobrym wynikiem w części telewizyjnej z/w na odbicie na rynku reklamy TV oraz konsolidację kupionych w grudniu dodatkowych kanałów TV. Podtrzymujemy neutralne podejście do spółki. Obecnie CPS jest notowany na EV/EBITDA'17 = 7,1x, z dyskontem do grupy porównawczej. Jednak 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 = 1,5% vs. 4,9% grupa porównawcza). Na początku kwietnia cyfrowy poinformował o wydłużeniu terminu wezwania na Netię (z/w na brak zgody regulatora). Dział to naszym zdaniem negatywnie na grupę Polsat w związku z brakiem możliwości kontrofensywy do konwergentnej (fixed + mobile) oferty Orange Love. W naszym scenariuszu bazowym przyjmujemy, że do realizacji wezwania dojdzie w najbliższych tygodniach.

Cena bieżąca

26,22 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

25,30 PLN

-3,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	25,30 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	+6,8%	+7,9%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	+5,5%	+13,1%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M		9,2 mln PLN
MC (mln PLN)	16 768,8	Średni obrót 6M		11,8 mln PLN
EV (mln PLN)	27 879,2	EV/EBITDA 12M fwd	7,0	-2,7%
Free float	33,5%	EV/EBITDA 5Y avg	7,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	9 730	9 829	11 502	11 626	11 761
EBITDA	3 641	3 617	3 920	4 024	4 083
marża EBITDA	37,4%	36,8%	34,1%	34,6%	34,7%
EBIT	1 669	1 834	1 960	2 175	2 335
Zysk netto	1 041	981	1 250	1 464	1 607
P/E	16,1	17,1	13,4	11,5	10,4
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	8,0	7,6	7,1	6,6	6,1
DPS	0,00	0,32	0,36	0,48	0,57
DYield	0,0%	1,2%	1,4%	1,8%	2,2%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	9 730	9 829	10 110	10 255	10 394
detaliczne od kłinetów	6 325	6 068	6 145	6 184	6 243
hurtowe	2 466	2 539	2 532	2 585	2 625
sprzedaż sprzętu	851	1 055	1 137	1 182	1 212
pozostałe	88	167	295	304	313
Koszty	7 868	8 016	8 200	8 137	8 136
kontent	1 066	1 154	1 190	1 244	1 284
dyskrybucja i marketing	803	894	922	936	948
D&A	1 699	1 783	1 665	1 561	1 462
rozliczenia międzyop.	2 141	2 014	2 050	1 987	2 002
wynagrodzenia	550	553	576	596	617
sprzęt	1 333	1 324	1 354	1 366	1 368
windykacja i odpisy	63	67	75	77	78
pozostałe koszty	214	227	367	372	377
Zysk netto	1 041	981	1 213	1 444	1 584

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%	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%	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%	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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	2 885	3 126	3 021	3 122	3 166
CFO/EBITDA	78%	86%	85%	85%	85%
Capex	-590	-739	-1 030	-1 043	-1 055
Aktywa ogółem	27 729	27 756	26 834	26 261	26 333
Kapitał własny	11 230	12 074	13 277	14 517	15 735
Dług netto	11 140	10 508	8 465	6 926	5 494
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	2,9	2,4	1,9	1,5

Analiza porównawcza

	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	8,3	8,1	7,9	4,1	4,4	4,0
Maksimum	55,2	48,0	52,8	13,1	14,2	15,8
Mediana	6,5	6,2	5,9	15,9	15,2	12,9
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	27 084
Dług netto	10 793
Inne korekty	833
Wycena DCF na akcję (PLN)	24,17

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	23,39
DCF	50%	24,17
Cena wynikowa		23,78
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		25,30

Wirtualna Polska akumuluj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Wirtualnej Polski. Poziom notowań akcji spółki od wydania naszej pozytywnej rekomendacji w listopadzie'17 wzrósł o >26%, wyprzedzając szeroki indeks o >32%. Pomimo tego, widzimy dalszy potencjał do wzrostu. 1) Rynek reklamy internetowej jest w dobrej kondycji: wzrost w całym 2018 r. szacuje się na 8,1% (ZenithOptimedia), częściowo dzięki Igrzyskom Olimpijskim w Pjongczangu i Mistrzostwom Świata w Piłce Nożnej w Rosji. 2) WPL rozwiązała problemy z tzw. viewability, które negatywnie wpłynęły na wyniki za 2017 r. Stąd, 3) w 2018 r. spodziewamy się dobrych rezultatów finansowych: skorygowany o zd. jednorazowe i projekt TV wynik EBITDA wyniesie 171 mln PLN, co oznacza tempo wzrostu R/R = 13,2%, co będzie szczególnie widoczne w 1Q'18 (+21,5% R/R). 4) Pozytywnie podchodzimy także do wykupu mniejszości w biznesach e-commerce: na chwilę obecną spółka ma już 86% udziałów w Domodi. Niweluje to ryzyko przeszacowania udziałów w najszybciej rosnącej części WPL. 5) Ponadto, obecny poziom FCF (tj. ok. 80 mln PLN, FCF Yield >5%) oraz relatywnie niskie zadłużenie (ok. 216 mln PLN długu netto na koniec 2018 r., tj. 1,27x EBITDA) pozwalają na dalszy rozwój M&A w obszarze e-commerce przy wyłącznym wykorzystaniu finansowania dłużnego. Argumentem wspierającym sentyment do WPL jest też niedawne wejście spółki w skład indeksu mWIG40.

Cena bieżąca

56,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

60,00 PLN

+7,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	60,00 PLN	2018-04-24

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	+8,1%	+9,3%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+15,5%	+23,1%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M		1,1 mln PLN
MC (mln PLN)	1 667,4	Średni obrót 6M		1,0 mln PLN
EV (mln PLN)	1 900,2	EV/EBITDA 12M fwd	10,8	+1,4%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,6	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	415	466	519	571	615
EBITDA	123	130	160	187	203
marża EBITDA	29,6%	27,8%	30,9%	32,7%	33,1%
EBIT	81	79	105	127	141
Zysk netto	57	45	76	89	100
P/E	29,4	36,9	22,0	18,8	16,7
P/BV	4,1	4,0	3,6	3,3	3,1
EV/EBITDA	15,1	14,3	11,8	9,9	8,9
DPS	0,00	1,10	0,96	1,61	2,15
DYield	0,0%	2,0%	1,7%	2,9%	3,8%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	415	466	519	571	615
gotówkowe	377	425	473	519	559
barterowe	37,8	33,0	24,7	25,9	26,9
Koszty	334	387	414	443	474
amortyzacja	42,1	51,0	55,5	59,2	62,5
zużycie mater. i energii	5,6	5,9	6,0	6,3	6,5
wynagrodzenia	124	134	140	145	150
pozostałe	162	196	213	233	255
EBITDA	123	130	160	187	203
marża	29,6%	27,8%	30,9%	32,7%	33,1%
EBITDA skorygowana	136	151	171	187	201
marża	322,9%	295,2%	307,5%	315,6%	320,9%
EBIT	81	79	105	127	141
marża	19,5%	16,9%	20,2%	22,3%	22,9%
Zysk netto	53,8	35,3	66,2	88,5	102,2

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	519	571	615	652	685	715	744	771	795	818	835
EBITDA	160	187	203	216	228	237	245	251	255	259	264
marża EBITDA	30,9%	32,7%	33,1%	33,2%	33,2%	33,1%	32,9%	32,5%	32,0%	31,6%	31,6%
Amortyzacja	55	59	63	65	68	70	72	73	75	77	78
EBIT	105	127	141	151	160	167	173	177	180	182	186
Podatek	20	24	27	29	30	32	33	34	34	35	35
NOPLAT	85	103	114	122	130	135	140	144	145	147	150
CAPEX	-47	-48	-52	-56	-60	-64	-67	-71	-74	-77	-78
Kapitał obrotowy	-92	-8	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-6	-6	-7
FCF	1	106	117	124	130	135	138	140	140	141	144
PV FCF	1	94	96	94	91	87	82	77	71	66	
WACC	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Dług netto / EV	13,6%	11,5%	9,5%	7,6%	6,0%	5,8%	5,9%	6,1%	6,4%	6,9%	6,9%
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	114	114	48	154	168
CFO/EBITDA	92%	88%	30%	83%	83%
Capex	-38	-42	-47	-48	-52
Aktywa ogółem	852	894	851	896	903
Kapitał własny	409	420	458	499	537
Dług netto	169	170	216	173	132
Dług netto/EBITDA (x)	1,4	1,3	1,3	0,9	0,6

Analiza porównawcza

	18P	P/E	20P	18P	EV/EBITDA	20P
Minimum	23,4	17,3	18,4	19,7	14,4	11,7
Maksimum	16,0	13,4	12,7	7,7	5,0	3,9
Mediana	18,7	15,8	16,0	12,5	11,1	9,5
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 831
Dług netto	206
Inne korekty	19
Wycena DCF na akcję (PLN)	55,84

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	56,97
DCF	50%	55,84
Cena wynikowa		56,40
Koszt kapitału 9M		6,5%
Cena docelowa za 9M		60,00

Asseco Poland redukuje (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Podtrzymujemy negatywne podejście do Asseco Poland. Spółka prezentuje niski profil wzrostu: CAGR zysku netto w okresie 2018-20 wynosi -0,1% vs. +11,8% średnia dla spółek porównywalnych. Dodatkowo podmiot dominujący notuje wysokie spadki wyników (-37% zysk EBIT R/R w 2017 r.), a wartość generowanego przez niego FCF istotnie obniżyła się z poziomu ok. 170 mln PLN w latach 2012-16 do ok. 70 mln PLN. Podtrzymujemy nasze zdanie z marcowego raportu analitycznego, że utrzymanie obecnego poziomu dywidendy tj. 3,01 PLN jest mało realne i obniżamy jej poziom do 2,00 PLN od 2019 r. (-28% vs. konsensus Bloomberg). Dodatkowo wskazujemy, że (5) nasze prognozy na linię netto na lata 2018-19 są odpowiednio 8,5%/9,0% niższe od oczekiwań rynku. Sceptycznie podchodzimy także do Asseco International. Utworzenie podmiotu wstrzyma na jeden rok transfer dywidendy ze spółek córek (zgodnie z KSH wypłata dywidendy następuje z zysku poprzedniego roku, co uniemożliwia wypłatę w 2018 r. do Asseco Poland). Do planów IPO AI na zachodniej giełdzie podchodzimy z rezerwą. Nasze obawy są skupione wokół powodzenia procesów M&A ze środków pozyskanych w drodze możliwej emisji/sprzedaży akcji AI po niepowodzeniach z rosyjskim R-Style.

Cena bieżąca	44,48 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	41,20 PLN	-7,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	41,20 PLN	2018-03-27

Podstawowe dane			ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	-5,4%	-4,2%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+1,1%	+8,8%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M		3,1 mln PLN
MC (mln PLN)	3 691,8	Średni obrót 6M		6,2 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,3	+11,3%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	12,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	7 932	7 831	8 834	9 024	9 253
EBITDA	1 070	922	1 074	1 128	1 170
marża EBITDA	13,5%	11,8%	12,2%	12,5%	12,6%
EBIT	769	585	705	764	810
Zysk netto	301	467	244	233	241
P/E	12,3	7,9	15,2	15,8	15,3
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
P/S	0,47	0,47	0,42	0,41	0,40
DPS	3,01	3,01	3,01	3,01	2,00
DYield	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	4,5%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	7 932	7 724	8 834	9 024	9 253
zmiana	0,0%	-2,6%	12,8%	2,2%	2,5%
rynek polski	1 599	1 514	1 574	1 563	1 605
rynek pd-wsch. Europy	571	590	656	686	714
rynek zachodnioeur.	579	608	648	661	675
rynek środkowoeur.	754	785	815	820	837
rynek izraelski	4 247	4 218	5 141	5 294	5 422
rynek wschodnioeur.	58	10	0	0	0
EBIT	769	644	705	764	810
Amortyzacja	300	289	369	364	360
EBITDA	1 070	933	1 074	1 128	1 170
marża	13,5%	12,1%	12,2%	12,5%	12,6%
Jednostki stowarzyszone	-242	169	-259	-317	-347
Podatek	-166	-163	-159	-169	-176
Zysk netto	301	596	244	233	241

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P*	2019P*	2020P*
CF operacyjny	883	793	918	932	932
CFO/EBITDA	83%	77%	82%	82%	82%
Capex	-211	-233	-245	-255	-255
Aktywa ogółem	12 791	13 044	13 284	13 538	13 538
Kapitał własny	5 505	5 520	5 538	5 562	5 562
Dług netto	358	235	2	-224	-224
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,2

*bez uwzględniania sprzedaży 20% Formula Systems i dekonsolidacji grupy

Analiza porównawcza

	18P	P/E 19P	20P
Maximum	22,5	19,9	17,8
Minimum	12,6	11,6	11,1
Mediana	16,8	15,4	14,2
waga	33%	33%	33%

Skrót z modeli DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Asseco Poland (matka)											
Przychody	830	793	812	830	847	864	881	899	917	935	935
EBITDA	148	113	110	113	117	119	122	124	125	125	125
NOPLAT	83	63	65	68	70	72	73	74	74	74	74
FCF	75	64	47	56	67	63	64	64	64	64	64
WACC	8,7%	8,6%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%
Asseco Business Solutions											
Przychody	254	264	273	279	285	291	297	304	310	317	323
EBITDA	89	96	102	104	106	109	111	114	117	120	122
NOPLAT	58	63	67	69	70	72	74	75	77	79	81
FCF	49	60	64	66	68	70	72	74	75	77	79
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Asseco South Eastern Europe											
Przychody	656	686	714	738	759	775	789	800	809	817	833
EBITDA	114	118	122	126	129	132	134	137	139	141	144
NOPLAT	59	62	64	66	67	69	70	70	71	71	73
FCF	36	52	53	55	58	60	63	65	67	69	70
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%

Podsumowanie SOTP

(mln PLN)	metoda	udział	wycena
Asseco PL matka	DCF	100%	913
ACE	10x PE	93%	589
ABS	DCF	46%	997
ASEE	DCF	51%	858
R. zachodnioeurop.	10x PE	100%	238
Formula Systems	rynek	26%	1 734
R-Style Softlab	6x PE	100%	0
Pozostałe	10x PE	0%	71
Razem			3 126
Wycena 1 akcji			37,66

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	39,80
SOTP	50%	37,66
Cena wynikowa		38,73
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		41,20

CD Projekt sprzedaż (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. Pomimo spadku sprzedaży o 25% r/r do 124 mln PLN w 4Q'17 oraz wyniku EBITDA o 41% r/r do 57 mln PLN w 4Q'17, rezultaty spółki były nieznacznie powyżej oczekiwań rynkowych. W kolejnych kwartałach niekorzystnie na wartość sprzedaży CD Projekt będzie wpływała deprecjacja USDPLN oraz coraz dłuższy okres sprzedaży od premiery *Wiedźmina 3* oraz dodatków (coraz niższa średnia cena). W 1Q'18 oczekujemy utrzymania trendu spadkowego w wynikach spółki. 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 uwzględniałyby rozpoczęcie marketingu kolejnej produkcji CDR, co naszym zdaniem powinno oznaczać premierę gry w 2019 roku (zgodnie z naszymi założeniami). Szansą na potencjalne istotne zwiększenie sprzedaży w 2018 roku 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

137,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

90,80 PLN

-33,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaż	90,80 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane		CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+13,8% +14,9%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+41,2% +48,9%
Liczba akcji (mln)	95,2	Średni obrót 1M	31,6 mln PLN
MC (mln PLN)	13 044,2	Średni obrót 6M	40,6 mln PLN
EV (mln PLN)	12 936,7	EV/EBITDA 12M fwd	26,7 +32,4%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	20,2 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	584	463	496	1 590	1 229
EBITDA	308	250	248	810	773
marża EBITDA	52,7%	53,9%	49,9%	50,9%	62,9%
EBIT	304	245	242	803	766
Zysk netto	251	204	198	658	640
P/E	52,1	64,0	66,0	19,8	20,4
P/BV	16,8	14,8	12,1	7,5	5,5
EV/EBITDA	41,7	52,0	52,2	15,1	14,9
DPS	0,00	1,06	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Produkcja gier (S)	476	330	324	1 409	1 040
Produkcja gier (EBIT)	324	221	227	786	745
Produkcja gier (marża)	68,2%	66,8%	70,1%	55,8%	71,7%
GOG.com (S)	133,5	170,0	172,2	180,8	189,8
GOG.com (EBIT)	6,4	18,6	14,9	17,8	20,9
GOG.com (marża)	4,8%	10,9%	8,6%	9,9%	11,0%
Przepływy oper.	259	235	207	820	754
Amortyzacja	4	5	6	6	7
Kapitał obrotowy	-11	34	-12	-46	15
Przepływy inv.	-440	-291	-167	-83	-92
CAPEX	-12	-13	-8	-9	-10
Nakłady na produkcję	56	77	159	74	82
FCF	228	224	182	602	632
FCF/EBITDA	73%	74%	82%	83%	74%
CFO/EBITDA	84%	101%	98%	114%	100%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
W3 (tys. szt.)	1 050	800	800	800	0	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	0	0
Gra AAA (tys. szt.)					12 000	9 500	5 000	12 500	5 100	12 000	0
Przychody	496	1 590	1 229	823	1 569	1 379	651	1 589	703	1 525	-
EBITDA	248	810	773	467	568	901	392	526	247	1 219	-
marża EBITDA	49,9%	50,9%	62,9%	56,7%	36,2%	65,3%	60,2%	33,1%	35,2%	79,9%	-
EBIT	242	803	766	460	560	893	384	517	238	1 209	-
Podatek	46	153	146	87	106	170	73	98	45	230	-
CAPEX	-8	-9	-10	-11	-12	-13	-15	-9	-9	-9	-
Kapitał obrotowy	-12	-46	15	17	-31	8	31	-39	37	-34	-
FCF	182	602	632	386	418	726	335	380	230	945	483
PV FCF	171	522	506	284	284	454	193	202	113	427	-
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wiedźmin 3 (S)	472	288	113	88	34
Gwint (S)	3	43	212	147	138
Cyberpunk 2077 (S)	0	0	0	1 174	867
Produkcja w toku	62	142	296	168	158
Środki pieniężne	217	67	108	845	1 507
Dług netto	-597	-647	-688	-1 425	-2 087
Dług netto/EBITDA (x)	-1,9	-2,6	-2,8	-1,8	-2,7

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	14,0	4,4
Maksimum	18,4	12,0
Mediana	17,8	10,1
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	3,5%
Zdyskontowana wartość FCF	5 143
Dług netto	-597
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	87,77

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	82,87
DCF	50%	87,77
cena wynikowa		85,32
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		90,80

Comarch akumuluj (obniżona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Od momentu wydania rekomendacji kupuj w Przeglądzie miesięcznym z 6 kwietnia, notowania Comarchu wzrosły o 12,9% i były lepsze od szerokiego rynku o 14,3%. Stąd obniżamy zalecenie inwestycyjne z kupuj do akumuluj. Zwracamy także uwagę na zbliżające się wyniki za 1Q'18. Pierwszy kwartał każdego roku jest słaby pod względem wyników (generuje średnio poniżej 15% wyniku rocznego). Niemniej jednak nasza prognoza finansowa na linię EBITDA na cały rok (tj. 144 mln PLN) może być trudna do zrealizowania, patrząc na estymacje na 1Q'18 (tj. 13,7 mln PLN). Zależać to będzie od tempa rozpoznawania kontraktów dużych publicznych (utrzymanie KSI z ZUS i rejestracja rozpraw z Ministerstwem Sprawiedliwości) w ciągu roku. Niemniej jednak stratę operacyjną (spodziewamy się -3,6 mln PLN na linii EBIT) w 1Q'18 rynek może odebrać dość chłodno po ostatnim notowaniu walorów Comarchu. W długim terminie podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki.

Cena bieżąca

145,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

166,50 PLN

+14,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	166,50 PLN	2018-05-09	
poprzednia	kupuj	166,50 PLN	2018-04-06	
Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	+12,4%	+13,6%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	-23,7%	-16,0%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 179,3	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 184,6	EV/EBITDA 12M fwd	7,6	+5,7%
Free float	59,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,1	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 109	1 102	1 219	1 334	1 397
EBITDA	176	99	144	169	176
marża EBITDA	15,8%	9,0%	11,8%	12,6%	12,6%
EBIT	113	34	79	104	111
Zysk netto	70	43	57	77	84
P/E	16,8	27,4	20,9	15,4	14,0
P/BV	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
EV/EBITDA	6,5	12,3	8,2	7,2	6,9
DPS	0,00	1,50	1,50	10,00	10,00
DYield	0,0%	1,0%	1,0%	6,9%	6,9%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 109	1 102	1 219	1 334	1 397
TMT	276	258	258	266	274
finanse i bankowość	164	186	208	218	227
handel i usługi	183	174	195	219	236
przemysł i utilities	146	142	156	167	175
sektor publiczny	73	63	108	161	173
SME	228	236	250	257	265
inne	39	43	44	45	47
Zysk brutto na sprzedaży	343	268	323	364	381
marża	30,9%	24,3%	26,5%	27,3%	27,3%
koszty sprzedaży	131	134	141	153	158
koszty ogólnego zarządu	101	98	103	108	112
EBIT	113	34	79	104	111
marża	10,2%	3,1%	6,5%	7,8%	7,9%
Zysk netto	70,1	43,1	56,5	76,7	84,0

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%	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%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	88	61	91	118	140
CFO/EBITDA	50%	62%	63%	70%	80%
Capex	-121	-110	-53	-58	-61
Aktywa ogółem	1 439	1 503	1 573	1 598	1 620
Kapitał własny	861	880	925	920	923
Dług netto	-49	19	-8	14	16
Dług netto/EBITDA (x)	-0,3	0,2	-0,1	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. Oczekujemy, że 1Q'18 pokaże pierwsze efekty integracji obu górniczych poddostawców. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy Famur. Cenę docelową korygujemy o aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej (do 6,95 PLN/akcja wcześniej 7,06 PLN/akcja).

Cena bieżąca

5,94 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,95 PLN

+17,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	6,95 PLN	2018-05-09
poprzednia	kupuj	7,06 PLN	2018-04-06
Podstawowe dane			
	FMF PW	Zmiana 1M	FMF PW vs. WIG
Ticker	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-1,0% +0,1%
ISIN			-4,2% +3,5%
Liczba akcji (mln)	574,7	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	3 413,8	Średni obrót 6M	1,8 mln PLN
EV (mln PLN)	3 603,0	EV/EBITDA 12M fwd	7,2 +23,0%
Free float	35,3%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 030	1 460	2 059	2 177	2 249
EBITDA	239	307	439	481	501
marża EBITDA	23,2%	21,0%	21,3%	22,1%	22,3%
EBIT	114	133	275	326	364
Zysk netto	94	49	201	258	293
P/E	30,8	68,5	17,0	13,3	11,7
P/BV	2,9	2,3	2,1	1,9	1,7
EV/EBITDA	11,5	11,5	8,2	7,1	6,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,12	0,31
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	5,2%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2019P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk brutto			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Obroty Underground	792	1 052	941	1 012	1 054
Obroty Surface	238	336	406	429	440
Marża Underground	24,4%	25,9%	26,9%	28,4%	29,3%
Marża Surface	21,0%	12,7%	18,4%	19,4%	19,0%
Przepływy oper.	315	179	152	377	405
Amortyzacja	125	174	164	156	137
Kapitał obrotowy	95	-98	-207	-49	-30
Przepływy inw.	-85	-286	-61	-91	-93
CAPEX	83	286	105	91	93
Przepływy fin.	185	207	-113	-174	-199
Zmiana długu	196	-171	-100	-100	-24
Dywidenda/buyback	0	0	0	-70	-180
FCF	240	-130	76	280	308
FCF/EBITDA	101%	-42%	17%	58%	62%
CFO/EBITDA	132%	46%	35%	78%	81%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	1 775	3 138	3 369	3 516	3 646
Aktywa trwałe	670	1 099	1 136	1 071	1 028
Goodwill	220	220	220	220	220
Kapitał własny	993	1 437	1 657	1 845	1 957
Udział mniejszości	0	115	39	48	60
Dług netto	-135	80	150	-62	-200
Dług netto/EBITDA (x)	-0,6	0,3	0,3	-0,1	-0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	13,1	11,1	10,7	8,8	8,3	7,5
Maksimum	31,5	20,0	18,3	14,5	13,4	12,0
Mediana	16,9	13,8	12,2	10,8	8,6	7,8
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	2 059	2 177	2 249	2 309	2 363	2 410	2 457	2 506	2 556	2 607	2 659
zmiana (r/r)	28,0%	5,7%	3,3%	2,7%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	439	481	501	520	541	549	560	572	584	593	611
marża EBITDA	21,3%	22,1%	22,3%	22,5%	22,9%	22,8%	22,8%	22,8%	22,9%	22,8%	23,0%
Amortyzacja	164	156	137	128	133	131	130	135	139	142	148
EBIT	275	326	364	392	408	418	430	437	445	452	463
Podatek	50	61	69	76	80	84	87	90	93	96	99
NOPAT	225	265	294	316	328	334	343	347	352	356	364
CAPEX	-105	-91	-93	-132	-134	-137	-139	-142	-144	-146	-148
Kapitał obrotowy	-207	-49	-30	-25	-22	-20	-20	-21	-21	-21	-22
FCF	76	280	308	287	304	309	313	320	326	330	343
PV FCF	71	241	245	210	205	192	179	169	159	148	
WACC	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 541
Dług netto	-135
Inne korekty	-98
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,99

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	6,09
DCF	50%	6,99
Cena wynikowa		6,54
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		6,95

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 zdaniem w 2018 roku Grupa Kęty ma potencjał do wypracowania ponad 3 mld PLN obrotów, przy EBITDA na poziomie 467 mln PLN i zysku netto 274 mln PLN. W krótkim terminie nad sentymentem wokół spółek przetwarzających aluminium ciążyą informacje o wprowadzeniu ceł importowych w USD. Mocne spadki wycen spółek porównywalnych mają wpływ na naszą wycenę. Niestety Grupa Kęty jest obecnie notowana z dwucyfrowymi premiami do innych podmiotów zajmujących się przetwarzaniem aluminium. Podwyższamy nasze prognozy ceny aluminium w 2018 roku z 2100 USD/t do 2300 USD/t. Zakładamy również, że w dłuższym terminie Grupa przełoży wyższe koszty na klientów końcowych. Naszym zdaniem jednak w 2Q'18 Grupa może zanotować spadek rentowności w efekcie dynamicznych zmian cen aluminium na rynku. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Kęty, a cenę docelową korygujemy o aktualizację prognoz i wskaźników w wycenie porównawczej do 363,01 (wcześniej 357,21 PLN/akcja).

Cena bieżąca

353,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

363,01 PLN

+2,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	363,01 PLN	2018-05-09	
poprzednia	trzymaj	357,21 PLN	2018-04-06	
Podstawowe dane			KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	+1,4%	+2,6%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	-13,8%	-6,1%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	1,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 361,2	Średni obrót 6M	1,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 107,0	EV/EBITDA 12M fwd	8,9	-4,6%
Free float	55,8%	EV/EBITDA 5Y avg	9,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	2 267	2 643	3 075	3 026	3 134
EBITDA	394	421	467	479	489
marża EBITDA	17,4%	15,9%	15,2%	15,8%	15,6%
EBIT	282	301	346	358	366
Zysk netto	278	236	274	271	278
P/E	12,0	14,2	12,3	12,4	12,1
P/BV	2,4	2,5	2,4	2,3	2,2
EV/EBITDA	9,5	9,4	8,8	8,6	8,5
DPS	17,95	30,00	24,00	23,03	22,76
DYield	5,1%	8,5%	6,8%	6,5%	6,4%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			-1,4%	-0,1%	-0,2%
Zysk netto			-1,9%	-0,1%	-0,1%
Aluminium (USD/t)			+9,5%	+5,0%	+5,0%
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA SOG	104	123	153	161	165
EBITDA SWW	139	145	152	155	158
EBITDA SSA	160	182	198	191	194
EBITDA pozostałe	-10	-18	-18	-19	-19
EBITDA/użyte aluminium	5	4	4	4	4
Przepływy oper.	315	276	295	410	388
Amortyzacja	112	120	122	122	123
Kapitał obrotowy	-51	-91	-97	-2	-30
Przepływy inv.	-270	-187	-200	-200	-150
CAPEX	270	187	200	200	150
Przepływy fin.	-43	-85	-169	-202	-240
Dywidenda/buyback	-170	-285	-229	-219	-217
FCF	84	86	120	214	244
FCF/EBITDA	21%	20%	25%	44%	49%
CFO/EBITDA	80%	66%	63%	86%	79%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Aluminium (USD/t)	2 300	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100
Prem. prod. (USD/t)	150	150	150	150	150	150	150	150	151	152	153
Użyte alum. (tys. t)	112	117	122	124	127	130	132	135	138	139	141
Przychody	3 075	3 026	3 134	3 205	3 278	3 343	3 409	3 477	3 547	3 598	3 651
EBITDA	467	479	489	494	500	506	514	521	532	532	539
marża EBITDA	15,2%	15,8%	15,6%	15,4%	15,3%	15,1%	15,1%	15,0%	15,0%	14,8%	14,8%
EBIT	346	358	366	380	384	387	392	396	403	400	407
Podatek	51	64	65	68	69	69	71	72	73	73	74
CAPEX	-200	-200	-150	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-132	-132
Kapitał obrotowy	-97	-2	-30	-21	-22	-20	-20	-21	-21	-16	-16
FCF	120	214	244	284	287	292	296	299	305	311	317
PV FCF	114	188	199	215	201	189	178	166	157	148	
WACC	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	2 323	2 499	2 686	2 772	2 845
Aktywa trwałe	1 396	1 439	1 532	1 614	1 646
Kapitał własny	1 405	1 363	1 408	1 460	1 521
Udział mniejszości	0	1	1	1	1
Dług netto	397	591	745	777	779
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	1,4	1,6	1,6	1,6
Dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	2,6	2,4	2,7	3,9	3,8	3,0
Maksimum	28,9	23,7	22,2	11,9	10,6	9,9
Mediana	12,4	10,2	9,9	7,9	6,8	6,1
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 754
Dług netto	591
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	388,38

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	294,55
DCF	50%	388,38
Cena wynikowa		341,46
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		363,01

JSW kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

W kwietniu ceny węgla koksowego w Azji spadły do poziomu około 175 USD/t w następstwie ogłoszonych ceł na import wyrobów stalowych do USA oraz spadku wolumenów importu węgla koksującego do Chin w 1Q'18. Obecnie obłożenie mocy produkcyjnych w światowym hutnictwie stali wzrosło do ponad 74% (vs. 70% na początku roku), a wolumen importu węgla koksowego do Chin odbiły w IV'18 q/q. Obecnie również wskaźnik wyprzedzający PMI dla przemysłu stalowego w Chinach wzrósł powyżej 50% (na przełomie roku poniżej 50 pkt). Wracająca po przerwie zimowej produkcja stali (w okresie zimowych ograniczenia ze względu na ochronę środowiska) powinna przełożyć się na spadek zapasów koksu w chińskich portach (obecnie wysoki poziom) i zwiększyć popyt na węgiel koksowy z importu. To w połączeniu z problemami w transporcie kolejowym węgla w Australii powinno przekładać się na utrzymanie wysokich cen węgla koksowego (nasze prognozy 185 USD/t w 2H'18). W przypadku JSW Spółka notowana jest obecnie z ponad 20% dyskontem do Grupy porównawczej. Liczymy, że wzrost produkcji węgla koksowego w Grupie JSW w kolejnych kwartałach będzie kontynuowany (wypadek w KW Zofiówka nie wpłynie materialnie znacząco na wydobycie w 2Q). Nie zakładamy również wysokiej dynamiki wzrostu wynagrodzeń w Grupie po przywróceniu przywilejów sprzed 2016 roku. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy JSW, a cenę docelową korygujemy o aktualizację prognoz i wskaźników w wycenie porównawczej do 109,12 (wcześniej 108,14 PLN/akcja).

Cena bieżąca

79,32 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

109,12 PLN

+37,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	109,12 PLN	2018-05-09	
poprzednia	kupuj	108,14 PLN	2018-04-06	
Podstawowe dane			JSW PW	vs. WIG
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	-7,1%	-6,0%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-17,6%	-10,0%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	16,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 313,1	Średni obrót 6M	23,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 821,6	EV/EBITDA 12M fwd	2,3	-39,6%
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	3,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	6 731	8 877	9 624	9 318	9 024
EBITDA skor.	1 055	3 509	3 568	2 945	2 459
marża EBITDA	15,7%	39,5%	37,1%	31,6%	27,3%
EBIT skor.	216	2 684	2 746	2 009	1 366
Zysk netto skor.	-2	2 189	2 225	1 636	1 120
P/E skor.	-	4,3	4,2	5,7	8,3
P/BV	2,3	1,5	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA skor.	9,4	2,3	2,2	2,6	3,2
DPS	0,00	0,00	0,00	7,58	6,97
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	9,6%	8,8%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA (skor.)			+1,5%	+0,5%	+0,7%
Zysk netto (skor.)			+2,0%	+0,7%	+1,1%
Węgiel koksowy (USD/t)			-1,7%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			-2,1%	0,0%	0,0%
Koks (USD/t)			-3,5%	0,0%	0,0%
Prod. węgla (tys. t)			+1,4%	0,0%	0,0%
Prod. w. koks. (tys. t)			+1,7%	+0,3%	+0,3%
Prod. koksu (tys. t)			-1,4%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Prod. węgla (tys. t)	16 835	14 768	15 710	15 750	16 000
Prod. w. koks. (tys. t)	11 580	10 675	11 585	11 771	12 118
Udział węgla koks. (%)	69%	72%	74%	75%	76%
Prod. w. ener. (tys. t)	5 255	4 093	4 126	3 979	3 882
Prod. koksu (tys. t)	4 145	3 458	3 470	3 700	3 700
Przepływy oper.	897	2 871	3 026	2 441	2 073
Amortyzacja	839	825	823	936	1 093
Kapitał obrotowy	-349	-76	-10	-99	-74
Przepływy inw.	-354	-2 170	-1 500	-1 350	-1 550
CAPEX	372	737	1 500	1 350	1 550
Przepływy fin.	278	-701	7	-873	-797
Dywidenda/buyback	0	0	0	-890	-818
FCF	289	2 129	1 535	1 111	571
FCF/EBITDA skor.	27%	61%	43%	38%	23%
CFO/EBITDA skor.	85%	82%	85%	83%	84%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	11 520	12 090	13 060	13 730	13 957
Aktywa trwałe	9 097	8 118	8 804	9 236	9 738
Kapitał własny	4 003	6 389	8 614	9 360	9 662
Udział mniejszości	67	232	232	232	232
Dług netto	513	-1 641	-1 724	-1 942	-1 668
Dług netto/EBITDA skor.	0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7
Dług netto/kap. wł. (x)	0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	5,2	5,6	5,5	2,6	2,2	2,0
Maksimum	25,3	22,2	53,2	8,7	8,8	8,7
Mediana	8,5	8,9	9,7	4,1	4,7	4,3
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
W. koksowy (USD/t)	191	180	170	170	170	170	170	170	170	170	170
W. energet. (PLN/t)	242	238	225	225	225	225	225	225	225	225	225
Koks (USD/t)	1 043	1 016	923	923	923	923	923	923	923	923	923
Przychody	9 624	9 318	9 024	9 226	9 421	9 616	9 804	9 918	10 005	10 090	10 091
EBITDA	3 568	2 945	2 459	2 471	2 483	2 509	2 544	2 529	2 482	2 430	2 366
marża EBITDA	37,1%	31,6%	27,3%	26,8%	26,4%	26,1%	26,0%	25,5%	24,8%	24,1%	23,4%
EBIT	2 746	2 009	1 366	1 222	1 078	1 103	1 135	1 117	1 067	1 012	944
Podatek	523	385	264	236	209	214	220	217	208	197	184
CAPEX	-1 500	-1 350	-1 550	-1 470	-1 420	-1 420	-1 420	-1 420	-1 420	-1 420	-1 422
Kapitał obrotowy	-10	-99	-74	6	6	27	26	9	5	4	-4
FCF	1 535	1 111	571	772	859	902	930	902	859	817	755
PV FCF	1 454	970	460	572	587	568	540	482	423	371	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	6 429
Dług netto	-1 641
Inne korekty	232
Wycena DCF na akcję (PLN)	101,16

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	104,13
DCF	50%	101,16
Cena wynikowa		102,64
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		109,12

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 236 mln USD i dopiero w 2019 roku dojdzie do poziomu z 2017 roku. Spółka korzysta obecnie ze wzrostów cen kukurydzy na rynkach. Wyższe ceny wynikają z obaw o zbiory w Argentynie i USA oraz zamykania pozycji krótkich przez inwestorów giełdowych. Obecnie 22% prognozowanych przez nas zbiorów w sezonie 2017/2018 jest zabezpieczonych po bliskich obecnie cenach. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Kernel, a cenę docelową korygujemy o aktualizację prognoz i wskaźników w wycenie porównawczej do 53,04 (wcześniej 53,46 PLN/akcja).

Cena bieżąca

50,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

53,04 PLN

+4,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	53,04 PLN	2018-05-09	
poprzednia	trzymaj	53,46 PLN	2018-03-05	
Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	+1,9%	+3,1%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	+7,5%	+15,1%
Liczba akcji (mln)	82,4	Średni obrót 1M	2,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 186,3	Średni obrót 6M	4,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 193,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	+29,7%
Free float	59,8%	EV/EBITDA 5Y avg	4,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln USD)	15/16	16/17	17/18P	18/19P	19/20P
Przychody	1 989	2 169	2 565	2 919	3 277
EBITDA	347	319	236	338	412
marża EBITDA	17,5%	14,7%	9,2%	11,6%	12,6%
EBIT	287	265	183	283	353
Zysk netto	225	179	107	203	269
P/E	5,1	6,5	10,8	5,7	4,3
P/BV	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	4,1	5,2	7,3	4,9	3,8
DPS	0,25	0,24	0,25	0,39	0,99
DYield	1,8%	1,7%	1,8%	2,8%	7,0%
Zmiana prognoz			17/18P	18/19P	19/20P
EBITDA			+0,8%	+0,3%	+0,2%
Zysk netto			+1,7%	+0,5%	+0,4%
Marża olej (USD/t)			+1,3%	+1,2%	+1,2%
Pszenica (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Kukurydza (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż oleju luz. (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Produkcja zbóż (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Handel zbożami (tys. ton)			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	44	68	84
EBITDA produkcja zbóż	146	144	87	142	174
EBITDA handel zbożami	46	23	15	14	14
Przepływy oper.	134	77	203	277	342
Amortyzacja	60	54	53	55	59
Kapitał obrotowy	-127	-212	-23	-43	-47
Przepływy inv.	-61	-223	-100	-110	-110
CAPEX	61	182	100	110	110
Przepływy fin.	-137	173	-140	-149	-197
Dywidenda/buyback	-20	-20	-21	-32	-81
FCF	155	-93	105	170	234
FCF/EBITDA	45%	-29%	44%	50%	57%
CFO/EBITDA	39%	24%	86%	82%	83%

Model DCF

(mln USD)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Marża olej (USD/t)	57	82	96	115	118	115	106	98	89	86	85
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	2 565	2 919	3 277	3 656	3 762	3 828	3 885	3 943	4 008	4 081	4 158
EBITDA	236	338	412	469	480	478	463	447	431	427	425
marża EBITDA	9,2%	11,6%	12,6%	12,8%	12,8%	12,5%	11,9%	11,3%	10,8%	10,5%	10,2%
EBIT	183	283	353	413	426	422	407	392	377	369	368
Podatek	8	15	20	24	26	25	24	23	22	50	50
CAPEX	-100	-110	-110	-45	-47	-50	-52	-55	-57	-57	-57
Kapitał obrotowy	-23	-43	-47	-50	-21	-21	-21	-22	-23	-23	-24
FCF	105	170	234	350	386	382	365	347	329	296	295
PV FCF	102	142	168	214	198	164	132	106	85	65	
WACC	16,1%	16,3%	16,5%	16,9%	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	2 013	2 155	2 314
Aktywa trwałe	789	888	937	994	1 048
Kapitał własny	995	1 153	1 181	1 350	1 536
Udział mniejszości	2	5	5	5	5
Dług netto	276	508	552	483	398
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	3,9	3,8	3,4	3,0	2,8	2,7
Maksimum	30,6	24,8	17,1	12,8	11,8	11,8
Mediana	12,9	13,1	11,7	8,1	7,6	7,0
waga	40%	10%	0%	40%	10%	0%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 274
Dług netto	552
Inne korekty	5
Wycena DCF na akcję (PLN)	47,65

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	46,73
DCF	50%	47,65
Cena wynikowa		47,19
Koszt kapitału 9M		12,4%
Cena docelowa za 9M		53,04

KGHM kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Notowania Grupy KGHM w ostatnich tygodniach znajdowały się pod presją problemów produkcyjnych w Hucie Głogów oraz informacji o możliwym zaangażowaniu się w projekt budowy elektrowni atomowej. Naszym zdaniem budowanie zapasów anod pod przestój Huty Głogów II (w IV i V) spowoduje spadek sprzedaży miedzi oraz przełoży się na 24% spadek EBITDA Grupy w 1H'18. Z drugiej strony po modernizacji huty do końca 2019 roku Spółka będzie mieć możliwość uwolnienia 40-50 tys. ton zapasu miedzi w koncentracie, co przy naszych założeniach pozwoli na wygenerowanie dodatkowych 440-530 mln EBITDA w okresie 3Q'18-4Q'19 (70-90 mln EBITDA kwartalnie). Co więcej w 2Q'18-3Q'18 Spółka planuje sprzedać część zapasu koncentratu (30-40 tys. ton), co przy naszych założeniach uwolni dodatkowe 200-270 mln EBITDA (100-135 mln PLN kwartalnie). Naszym zdaniem większe wykorzystanie wsadów własnych pozwoli na zwiększenie rentowności EBITDA Grupy w 2H'18 (do ponad 25%). Według nas bardzo niskie zaawansowanie projektu elektrowni atomowej sprawia, że pierwsze nakłady na ten cel pojawią się najwcześniej w 2022 roku, a wartość CAPEX w skrajnym scenariuszu w roku najwyższych wydatków nie przekroczy 60% FCF KGHM. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy KGHM, a cenę docelową korygujemy o aktualizację prognoz i wskaźników w wycenie porównawczej do 118,98 (wcześniej 115,43 PLN/akcja).

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	376	359	380	414	413
Cu KGHM Int (tys. ton)	90	81	82	82	95
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	52	53	56	63	69
Srebro Grupa (ton)	1 207	1 234	1 173	1 295	1 291
Złoto Grupa (tys. troz)	229	219	204	194	202
Przepływy oper.	4 212	3 054	5 075	6 030	5 230
Amortyzacja	1 698	1 609	1 650	1 732	1 840
Kapitał obrotowy	386	-1 270	933	993	18
Przepływy inw.	-3 948	-3 340	-2 695	-2 776	-2 741
CAPEX	3 922	3 257	2 695	2 776	2 741
Przepływy fin.	135	12	-386	-687	-1 213
Dywidenda/buyback	-300	-200	-300	-601	-1 127
FCF	186	776	2 337	3 211	2 446
FCF/EBITDA	5%	25%	46%	52%	38%
CFO/EBITDA	2%	1%	2%	3%	6%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Miedź (USD/t)	7 337	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000
Srebro (USD/oz)	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
Molibden (USD/t)	19 529	20 000	19 000	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000	18 001
Przychody	21 753	23 408	24 417	24 248	24 154	24 352	24 441	23 911	22 242	22 099	22 316
EBITDA	5 116	6 219	6 435	5 506	5 189	5 291	5 292	4 877	4 582	4 326	4 438
marża EBITDA	15,9%	19,2%	18,8%	14,8%	13,4%	13,5%	13,3%	11,8%	11,3%	10,3%	11,0%
EBIT	3 466	4 487	4 595	3 579	3 237	3 279	3 261	2 824	2 510	2 283	2 445
Podatek	1 018	1 224	1 266	1 055	988	995	988	902	843	800	830
CAPEX	-2 695	-2 776	-2 741	-2 220	-1 676	-1 710	-1 744	-1 779	-1 814	-1 814	-1 814
Kapitał obrotowy	933	993	18	-3	-2	4	2	-9	-30	-3	4
FCF	2 337	3 211	2 446	2 227	2 523	2 590	2 561	2 186	1 895	1 709	1 797
PV FCF	2 227	2 824	1 977	1 664	1 731	1 631	1 487	1 170	934	777	
WACC	7,5%	8,0%	8,3%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

92,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

118,98 PLN

+28,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	118,98 PLN	2018-05-09	
poprzednia	kupuj	115,43 PLN	2018-04-04	
Podstawowe dane		KGH PW	vs. WIG	
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+2,9%	+4,1%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	-16,8%	-9,2%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	56,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	18 500,0	Średni obrót 6M	65,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	23 167,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,0	-22,8%
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	5,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	19 156	20 358	21 753	23 408	24 417
EBITDA skor.	4 666	5 753	5 116	6 219	6 435
marża EBITDA	24,4%	28,3%	23,5%	26,6%	26,4%
EBIT skor.	2 968	4 144	3 466	4 487	4 595
Zysk netto skor.	1 555	1 875	2 406	3 220	3 286
P/E skor.	11,9	9,9	7,7	5,7	5,6
P/BV	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA skor.	5,5	4,4	4,5	3,3	3,0
DPS	1,50	1,00	1,50	3,01	5,63
DYield	1,6%	1,1%	1,6%	3,3%	6,1%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA (skor.)		-0,4%	+0,6%	+0,5%	
Zysk netto (skor.)		-0,5%	+0,6%	+0,5%	
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%	
Prod. miedź (tys. ton)		-0,6%	+0,9%	+0,5%	
Prod. srebro (ton)		-4,3%	+2,6%	+2,6%	
Prod. molibden (mln lb)		+0,8%	+0,4%	-0,0%	

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	33 442	34 122	36 574	39 602	42 012
Aktywa trwałe	27 202	26 515	27 560	28 605	29 505
Kapitał własny	15 772	17 694	19 800	22 418	24 577
Udział mniejszości	139	91	91	91	91
Dług netto	7 238	6 570	4 576	2 010	733
Dług netto/EBITDA (x)	2,1	2,2	0,9	0,3	0,1
Dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,4	0,2	0,1	0,0

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	16 424
Dług netto	6 570
Inne korekty	364
Wycena DCF na akcję (PLN)	99,12

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	124,71
DCF	50%	99,12
Cena wynikowa		111,92
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		118,98

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 (nasze oczekiwania +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 Stelmet, a cenę docelową korygujemy o aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej do 26,48 (wcześniej 27,72 PLN/akcja).

Cena bieżąca

14,75 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

26,48 PLN

+79,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	26,48 PLN	2018-05-09	
poprzednia	kupuj	27,72 PLN	2018-03-05	
Podstawowe dane			STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	-9,0%	-7,8%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	+2,4%	+10,1%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	433,1	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	584,4	EV/EBITDA 12M fwd	-	-
Free float	15,0%	EV/EBITDA 5Y avg	-	-

Prognoza Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	567	538	592	658	709
EBITDA	82	58	84	105	118
marża EBITDA	14,5%	10,7%	14,2%	16,0%	16,6%
EBIT	62	21	46	67	79
Zysk netto	68	19	42	61	72
P/E	6,0	22,3	10,4	7,1	6,0
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	7,6	10,7	6,9	5,1	4,1
DPS	0,29	0,00	0,00	0,71	1,24
DYield	2,0%	0,0%	0,0%	4,8%	8,4%
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	
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		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	8,6	8,5	7,9	4,3	4,3	4,1
Maksimum	51,6	47,4	45,8	22,1	18,5	18,0
Mediana	12,7	11,9	11,2	7,2	6,3	6,1
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

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%	18,61
DCF	50%	31,21
Cena wynikowa		24,91
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		26,48

Budownictwo

Budimex akumuluj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Budimex jako pierwszy w sektorze budowlanym opublikował wyniki za 1Q'18. Były one zbliżone do konsensusu oraz niższe od naszej prognozy o 5% na EBITDA i 13% na ZN. Główną przyczyną zaskoczenia względem naszej prognozy był silniejszy spadek marży segmentu budowlanego do 9% vs. oczekiwane przez nas 10%. Niższej rentowności towarzyszył spadek salda rezerw na straty na kontraktach o 77 mln PLN r/r do 166 mln PLN. Również o około 80 mln PLN spadła wartość kwot należnych odbiorcom z tytułu kontraktów budowlanych (do 700 mln PLN). Po 1Q'18 Spółka realizuje 15% naszej całorocznej prognozy ZN. Biorąc pod uwagę, że presja na marże może się utrzymać w trakcie 2018 r., nasza całoroczna prognoza wygląda nieco optymistycznie. Jej wsparciem wciąż jest wysoka skuteczność Budimeksu w przetargach. Portfel zamówień na koniec marca br. osiągnął kolejny szczyt, sięgając 10,4 mld PLN. Zakładana przez nas dwucyfrowa dynamika przychodów w segmencie budowlanym jest niezagrażona. Po korekcie kursu w kwietniu, Budimex oferuje DYield w wysokości 9,3% (najwyższy poziom po Elektrobudowie). Rekomendujemy akumulację akcji Budimeksu.

Cena bieżąca

183,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

234,00 PLN

+27,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	234,00 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			BDX PW	vs. WIG
Ticker	BDX PW	Zmiana 1M	-14,9%	-13,7%
ISIN	PLBUDMX00013	Zmiana YTD	-13,5%	-5,8%
Liczba akcji (mln)	25,5	Średni obrót 1M	2,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 682,2	Średni obrót 6M	2,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 730,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	-33,4%
Free float	30,3%	EV/EBITDA 5Y avg	8,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	5 572	6 369	7 202	7 137	6 976
EBITDA	531	626	552	529	475
marża EBITDA	9,5%	9,8%	7,7%	7,4%	6,8%
EBIT	505	588	512	490	438
Zysk netto	410	464	414	396	353
P/E	11,4	10,1	11,3	11,8	13,3
P/BV	5,8	5,3	5,5	5,6	5,8
EV/EBITDA	3,9	3,8	4,9	5,1	6,5
DPS	8,14	14,99	17,61	15,87	15,19
DYield	4,4%	8,2%	9,6%	8,7%	8,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	5 572	6 369	7 202	7 137	6 976
budownictwo	5 060	5 717	6 522	6 435	6 304
deweloperka	350	499	521	539	503
pozostałe	163	154	158	163	168
MBNS	13,5%	12,7%	10,6%	10,4%	9,9%
budownictwo	12,8%	12,0%	9,8%	9,5%	9,0%
deweloperka	23,4%	20,5%	20,0%	21,0%	21,0%
pozostałe	12,7%	13,8%	11,0%	11,0%	11,0%
Gotówka	2 715	2 127	1 789	1 804	1 434
Dług netto	-2 634	-2 291	-1 953	-1 968	-1 598
Dług netto / EBITDA	-5,0	-3,7	-3,5	-3,7	-3,4
WC netto	-2 597	-2 311	-2 000	-2 021	-1 684
WC netto / przychody	-46,6%	-36,3%	-27,8%	-28,3%	-24,1%
Kapitał własny	801	881	845	836	801
ROE	58,5%	55,2%	47,9%	47,1%	43,1%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	7 202	7 137	6 976	6 991	7 006	6 896	7 036	7 176	7 320	7 466	7 616
EBITDA	552	529	475	439	433	417	422	430	438	446	454
marża EBITDA	7,7%	7,4%	6,8%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Amortyzacja	41	39	38	37	37	37	37	37	37	37	37
EBIT	512	490	438	401	396	380	385	393	401	409	417
Podatek	97	93	83	76	75	72	73	75	76	78	79
NOPLAT	415	397	355	325	321	308	312	318	325	331	338
Zysk z JV (fbSerwis)	2	4	6	7	7	8	9	9	9	9	10
CAPEX	-32	-35	-36	-37	-37	-37	-37	-37	-37	-37	-37
Kapitał obrotowy	-311	20	-337	-269	-161	-153	-105	0	0	1	1
FCF	114	425	25	62	167	163	216	327	334	342	348
PV FCF	107	368	20	46	113	102	124	174	163	154	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	612	196	147	460	61
Amortyzacja	26	37	41	39	38
Kapitał obrotowy	155	-288	-311	20	-337
CF inwestycyjny	-49	-357	-32	-35	-36
CAPEX	-42	-31	-32	-35	-36
CF finansowy	-223	-400	-452	-410	-395
Dywidenda	-208	-383	-450	-405	-388

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,0	2,9	2,9	3,5	3,2	2,9
Maksimum	22,4	17,5	16,5	10,9	9,6	9,1
Mediana	11,6	9,9	9,0	5,2	5,0	4,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	3 790
Dług netto	-2 291
Inne korekty	-501
Wycena DCF na akcję (PLN)	219,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	164,00
DYield-porównawcza	17%	334,00
DCF	50%	219,00
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		234,00

Elektrobudowa kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Elbudowa jest jednak jednym z nielicznych przykładów spółek budowlanych, które w 2018 r. pozytywnie zaskakują wynikami. Mimo wciąż aktualnych czynników ryzyka, pozwoliło to na około 25-procentowy wzrost kursu akcji od początku roku. W kwietniu WZA przegłosowało dywidendę w wysokości 10,50 PLN. Ponad 10-procentowy DYield jest najwyższym wskaźnikiem w sektorze budowlanym i powinien być czynnikiem wspierającym kurs akcji w kolejnych miesiącach (dzień dywidendy przypada na 20 lipca). Dywidenda na poziomie przynajmniej 10 PLN na akcję jest wypłacana w Elbudowie już drugi rok z rzędu. W przyszłym roku zakładamy niższą wypłatę w kwocie 7 PLN. Zwracamy jednak uwagę, że spółka weszła w 2018 r. z doskonałą pozycją gotówkową, która w 2018 r. nie powinna ulec pogorszeniu pomimo przeznaczenia do dywidendy kwoty niemal 50 mln PLN. Wciąż znaczące środki pieniężne są w Elbudowie zamrożone w kapitale obrotowym. Część z nich może być odzyskana na przestrzeni bieżącego roku. Podsumowując, wysoka dywidenda nie powinna być fenomenem jedynie lat 2017-18. Naturalnie, wypłata w przyszłym roku będzie zależała również od poziomu osiągniętego zysku oraz ewentualnych decyzji odnośnie akwizycji. Uważamy jednak, że nasze obecne założenie (DPS'19=7,0 PLN) jest wariantem konserwatywnym. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

94,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

116,00 PLN

+22,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	116,00 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			ELB PW	vs. WIG
Ticker	ELB PW	Zmiana 1M	+1,7%	+2,9%
ISIN	PLELTBD00017	Zmiana YTD	+22,3%	+30,0%
Liczba akcji (mln)	4,7	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	450,1	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	276,7	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	-17,2%
Free float	34,9%	EV/EBITDA 5Y avg	6,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	971,5	902,9	871,4	845,2	862,8
EBITDA	75,2	84,3	63,7	55,0	56,1
marża EBITDA	7,7%	9,3%	7,3%	6,5%	6,5%
EBIT	61,8	69,8	48,7	39,7	40,6
Zysk netto	55,1	58,6	41,8	35,3	36,0
P/E	8,2	7,7	10,8	12,8	12,5
P/BV	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	4,6	4,0	4,3	5,0	4,8
DPS	4,00	10,00	10,50	7,00	6,00
DYield	4,2%	10,5%	11,1%	7,4%	6,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	971	903	871	845	863
realizacja projektów	772	673	639	607	619
produkcja	155	188	188	192	196
pozostałe	44	42	44	46	48
Marża EBIT	6,4%	7,7%	5,6%	4,7%	4,7%
realizacja projektów	8,6%	8,8%	6,2%	5,0%	5,0%
produkcja	-6,1%	4,7%	4,0%	4,0%	4,0%
pozostałe	10,8%	5,0%	3,5%	3,6%	3,7%
Gotówka	137	115	173	178	180
Dług netto	-102	-115	-173	-178	-180
Dług netto / EBITDA	-1,4	-1,4	-2,7	-3,2	-3,2
WC netto	204	176	116	112	115
WC netto / przychody	21,0%	19,5%	13,3%	13,2%	13,3%
Kapitał własny	423	431	435	437	444
ROE	13,6%	13,7%	9,7%	8,1%	8,2%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	72	84	113	51	45
Amortyzacja	13	15	15	15	16
Kapitał obrotowy	13	17	59	4	-3
CF inwestycyjny	-8	-18	-20	-18	-18
CAPEX	-15	-19	-20	-18	-18
CF finansowy	-34	-86	-35	-30	-25
Dywidenda	-19	-47	-38	-33	-28

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,0	2,9	2,9	3,5	3,2	2,9
Maksimum	22,4	20,5	19,2	14,0	13,3	12,7
Mediana	12,8	10,6	10,2	6,2	5,5	5,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	871	845	863	881	898	916	935	953	972	992	1 012
EBITDA	64	55	56	57	58	59	60	60	61	62	63
marża EBITDA	7,3%	6,5%	6,5%	6,5%	6,4%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	6,3%	6,2%
Amortyzacja	15	15	16	16	16	16	16	16	16	16	16
EBIT	49	40	41	41	42	43	44	45	46	47	48
Podatek	11	9	10	10	10	10	10	11	11	11	11
NOPLAT	40	33	34	35	35	36	37	37	38	39	39
CAPEX	-20	-18	-18	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16
Kapitał obrotowy	59	4	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	95	35	28	31	32	33	34	34	35	36	36
PV FCF	89	31	23	23	22	21	19	18	17	16	
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)	533
Dług netto	-115
Inne korekty	88
Wycena DCF na akcję (PLN)	118,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	99,00
DCF	50%	118,00
cena wynikowa		109,00
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		116,00

Erbud akumuluj (obniżona)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

W ostatnich miesiącach optymistycznie ocenialiśmy perspektywę Erbudu na 2018 r., zalecając przeważenie tej spółki względem Unibepu - zbliżonego pod względem profilu działalności. Obawiamy się, że nasze oczekiwania na najbliższy rok mogły być zbyt optymistyczne. W szczególności problemem może okazać się poprawa rentowności, mimo że (1) baza z ubiegłego roku jest relatywnie niska, (2) spółka dokonała akwizycji spółki usługowej w Niemczech, charakteryzującej się wysoką rentownością działalności. Spodziewamy się, że słabe wyniki spółki w 1Q'18 potwierdzą nasze obawy (prognozujemy stratę netto w wysokości około 1 mln PLN vs. +0,3 mln PLN w 1Q'17). Przyjęcie bardziej konserwatywnych założeń odnośnie marży wpływa na obniżenie naszych prognoz ZN o 33% na '18, 18% na '19 oraz 8% na '20. Jednocześnie, korygujemy naszą cenę docelową o 22% do 23,1 PLN na akcję oraz obniżamy rekomendację z kupuj do akumuluj. Po istotnym spadku kursu w 2017 r. do najniższego poziomu od 2013 r. akcje Erbudu posiadają według nas potencjał do wzrostu w długim terminie. W krótkim okresie na sentymencie do spółki negatywnie mogą odbić się oczekiwane przez nas słabe wyniki 1Q oraz obniżenie konsensusu, który wciąż zakłada poprawę wyników spółki w 2018 r. W obecnym otoczeniu rynkowym atrakcyjniejszą spółką w sektorze budownictwa kubaturowego jest według nas Unibep.

Cena bieżąca

19,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

23,10 PLN

+19,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	23,10 PLN	2018-05-09	
poprzednia	kupuj	29,60 PLN	2018-04-06	
Podstawowe dane			ERB PW	vs. WIG
Ticker	ERB PW	Zmiana 1M	-10,2%	-9,0%
ISIN	PLERBUD00012	Zmiana YTD	-4,2%	+3,5%
Liczba akcji (mln)	12,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	248,6	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	248,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	-20,2%
Free float	15,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5	dyskonto

Prognoza Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 789,8	1 805,5	1 937,3	1 983,4	1 964,0
EBITDA	57,0	48,9	47,4	53,0	55,0
marża EBITDA	3,2%	2,7%	2,4%	2,7%	2,8%
EBIT	45,8	37,7	32,5	40,3	42,0
Zysk netto	1,8	22,6	21,0	26,0	27,4
P/E	138,8	11,0	11,8	9,6	9,1
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	1,8	3,8	5,2	4,6	4,4
DPS	1,68	1,20	1,10	0,82	1,22
DYield	8,7%	6,2%	5,7%	4,2%	6,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			-0,0%	-0,0%	-0,0%
MBNS			-0,8 p.p.	-0,4 p.p.	-0,2 p.p.
EBITDA			-19,9%	-12,0%	-4,8%
Zysk netto			-32,8%	-17,8%	-7,8%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 790	1 805	1 937	1 983	1 964
budownictwo ogólne	1 424	1 423	1 436	1 465	1 445
inżynieryjno-drogowy	142	157	160	163	166
energetyczny	215	225	246	258	253
Marża EBIT	2,6%	2,1%	1,7%	2,0%	2,1%
budownictwo ogólne	2,6%	1,8%	1,0%	1,5%	1,7%
inżynieryjno-drogowy	4,6%	8,8%	3,6%	3,5%	1,5%
energetyczny	1,1%	1,2%	2,0%	2,5%	3,2%
Gotówka	257	190	128	122	125
Dług netto	-153	-73	-11	-15	-17
Dług netto / EBITDA	-2,7	-1,5	-0,2	-0,3	-0,3
WC netto	38	135	168	179	188
WC netto / przychody	2,1%	7,5%	8,6%	9,0%	9,6%
Kapitał własny	252	276	283	298	310
ROE	0,7%	8,6%	7,5%	8,9%	9,0%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	1 937	1 983	1 964	1 964	2 003	2 043	2 084	2 126	2 168	2 212	2 256
EBITDA	47	53	55	52	53	54	55	55	57	58	59
marża EBITDA	2,4%	2,7%	2,8%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Amortyzacja	15	13	13	13	14	14	14	14	14	15	15
EBIT	32	40	42	38	39	40	41	41	42	43	44
Podatek	7	9	9	8	9	9	9	9	9	9	10
NOPLAT	25	31	33	30	30	31	32	32	33	34	34
CAPEX	-52	-14	-14	-15	-14	-15	-15	-15	-15	-15	-15
Kapitał obrotowy	-33	-11	-9	-11	-9	-4	-4	-4	-4	-5	-5
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-45	19	22	18	20	26	27	27	28	29	29
PV FCF	-42	16	18	13	14	16	15	14	14	13	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	75	-44	9	34	38
Amortyzacja	11	11	15	13	13
Kapitał obrotowy	14	-71	-33	-11	-9
CF inwestycyjny	24	5	-52	-14	-14
CAPEX	-4	-4	-16	-14	-14
CF finansowy	-64	-28	-19	-26	-21
Dywidenda	-22	-15	-14	-10	-16

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,3	3,2	3,3	3,6	3,3	3,0
Maksimum	21,1	17,3	16,7	10,6	9,2	8,6
Mediana	12,4	11,0	9,1	5,5	5,2	4,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	295
Dług netto	-73
Inne korekty	-85
Wycena DCF na akcję (PLN)	22,10

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	21,30
DCF	50%	22,10
cena wynikowa		21,70
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		23,10

Unibep kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Od początku roku kurs Unibepu spadł już o ponad 25%, a w ciągu ostatnich 12 miesięcy o niemal 50%. Tym samym, Unibep zdecydowanie negatywnie odstaje od indeksu WIG-Budownictwo. W naszej ocenie rynek zbyt sceptycznie ocenia perspektywę spółki. Nie pierwszy plan wysuwane są problemy segmentu budowlanego. Nie dostrzegane są natomiast bardzo perspektywy segmentu deweloperskiego spółki. Szacujemy, że właśnie dzięki sprzedaży mieszkań Grupa Unibep wypracuje w 1Q'18 niemal 13 mln PLN zysku netto, co stanowiłoby ponad 40% naszej całorocznej prognozy. Unibep posiada szeroki bank ziemi na lata 2019-2020, stąd istotny wzrost udziału deweloperski w wynikach spółki powinien mieć trwalszy charakter. Odnośnie segmentu budowlanego, uważamy, że problemy, z którymi zmagają się sektor są tymczasowe. Portfel zamówień spółki jest relatywnie krótki. Na początku roku niemal 3/4 backlogu przypadała na 2017 r., a 1/4 na 2019 r. W naszych prognozach zakładamy obniżoną rentowność segmentu w tym roku (ok. 3% I marży), licząc na poprawę w 2019 r. W kwietniu Unibep zawarł 3 umowy na generalne wykonawstwo inwestycji mieszkaniowych o szacunkowej wartości średnio 4600 PLN/PUM. Średni koszt wykonawstwa projektów mieszkaniowych w minionym roku wyniósł 3500 PLN. Tegoroczne umowy dotyczą projektów o relatywnie wyższym standardzie, niemniej proces przeliczania wyższych kosztów na inwestora jest jednak widoczny. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj dla akcji Unibepu.

Cena bieżąca

6,92 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

10,10 PLN

+46,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	10,10 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			UNI PW	vs. WIG
Ticker	UNI PW	Zmiana 1M	-6,0%	-4,8%
ISIN	PLUNBEP00015	Zmiana YTD	-30,2%	-22,6%
Liczba akcji (mln)	35,1	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	242,7	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	246,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	-27,8%
Free float	27.7%	EV/EBITDA 5Y avg	7,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 249,2	1 629,3	1 643,5	1 655,9	1 631,4
EBITDA	41,8	33,5	47,7	58,2	55,5
marża EBITDA	3,3%	2,1%	2,9%	3,5%	3,4%
EBIT	33,3	23,6	36,5	46,9	44,2
Zysk netto	31,6	25,8	30,6	35,8	32,4
P/E	7,7	9,4	7,9	6,8	7,5
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	6,1	4,9	5,2	4,1	3,9
DPS	0,17	0,19	0,25	0,31	0,41
DYield	2,5%	2,8%	3,6%	4,4%	5,9%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 249	1 629	1 643	1 656	1 631
budownictwo	994	1 219	1 275	1 250	1 236
produkcja	156	182	209	230	234
deweloperka	99	228	160	176	161
MBNS	6,7%	6,3%	5,4%	6,1%	6,1%
budownictwo	5,2%	2,5%	3,7%	4,3%	4,4%
produkcja	6,4%	6,3%	8,5%	8,5%	8,5%
deweloperka	22,7%	26,7%	15,0%	16,0%	16,0%
Gotówka	150	165	91	83	95
Dług netto	8	-84	-1	-13	-35
Dług netto / EBITDA	0,2	-2,5	0,0	-0,2	-0,6
WC netto	64	11	115	128	126
WC netto / przychody	5,1%	0,6%	7,0%	7,7%	7,7%
Kapitał własny	233	254	276	301	319
ROE	14,0%	10,6%	11,6%	12,4%	10,5%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	1 643	1 656	1 631	1 645	1 673	1 701	1 730	1 760	1 795	1 831	1 867
EBITDA	48	58	56	55	55	55	55	56	57	58	59
marża EBITDA	2,9%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Amortyzacja	11	11	11	11	11	11	11	11	12	12	12
EBIT	37	47	44	44	44	44	44	44	45	46	47
Podatek	8	11	10	10	10	10	10	10	10	11	11
NOPLAT	28	36	34	34	34	34	34	34	35	35	36
CAPEX	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12
Kapitał obrotowy	-104	-13	3	-1	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-77	22	36	32	31	31	31	31	31	32	33
PV FCF	-72	19	29	23	21	19	18	16	15	14	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	-14	104	-64	34	49
Amortyzacja	9	10	11	11	11
Kapitał obrotowy	-37	88	-104	-13	3
CF inwestycyjny	-9	7	-10	-11	-10
CAPEX	-8	-16	-12	-12	-12
CF finansowy	42	-91	0	-32	-27
Dywidenda	-6	-7	-9	-11	-14

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,0	2,9	2,9	3,5	3,2	2,9
Maksimum	22,4	17,5	16,5	10,9	9,6	9,1
Mediana	12,2	10,7	9,6	5,2	5,1	4,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	328
Dług netto	-84
Inne korekty	-72
Wycena DCF na akcję (PLN)	9,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	9,20
DCF	50%	9,70
Cena wynikowa		9,50
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		10,10

Deweloperzy

Atal

akumuluj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Sprzedaż mieszkań w 1Q'18 w Atalu oceniamy neutralnie. 714 umowy deweloperskie oznaczają wzrost o 6% r/r przy jednoczesnym spadku o 5% q/q. Efektywność sprzedaży wyniosła 30% i okazała się o niemal 2 p.p. wyższa r/r oraz 3 p.p. wyższa q/q. Po pierwszych trzech miesiącach Atal realizuje 25% naszej całorocznej prognozy sprzedaży, stąd ze spokojem patrzymy na założenia na cały 2018 r. Podkreślamy fakt bardzo dobrego przygotowania Atalu od strony banku ziemi, co w środowisku mocno rosnących cen gruntów nabiera coraz większego znaczenia. Atal posiada bank ziemi na ok. 10 tys. mieszkań, co odpowiada 3,5-letniej sprzedaży, podczas gdy w Dom Development i LC Corp wskaźnik ten wynosi 2,0-2,5 roku. Grunty kupione przez spółkę w latach 2016-2017 za łącznie 330 mln PLN kosztowały średnio 750 PLN/PUM. W 2018 r. również spodziewamy się istotnych wydatków na grunty (główna przyczyna ograniczenia dywidendy za '17). Cele Zarządu na lata '18-19 są zbliżone do naszych założeń z lutowej strategii. W najbliższych latach spodziewamy się wzrostu ZN do ok. 190 mln PLN, przy czym wynik 2018 r. może być nieco lepszy od wyniku 2019 r. Potencjał na 2020 r. jest wyższy niż na lata '18-19, niemniej szybkie rozpoczęcie budowy projektów z banku ziemi może stanowić duże wyzwanie. Z powyższego względu zakładamy stabilizację wyników spółki w 2020 r. Rekomendujemy akumulację akcji Atalu.

Cena bieżąca	42,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	47,00 PLN	+9,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	47,00 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	-1,4%	-0,2%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+0,2%	+7,9%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 657,0	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 794,2	EV/EBITDA 12M fwd	7,8	-5,2%
Free float	11,2%	EV/EBITDA 5Y avg	8,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	506,8	865,8	953,0	925,4	1 020,0
ZBNS	136,9	247,6	276,0	268,6	275,4
marża ZBNS	27,0%	28,6%	29,0%	29,0%	27,0%
EBIT	114,8	222,0	245,3	236,5	241,7
Zysk netto	89,4	171,2	192,8	185,8	189,0
P/E	18,5	9,7	8,6	8,9	8,8
P/BV	2,4	2,1	1,9	1,9	1,9
EV/EBITDA	16,9	8,3	7,3	7,8	7,9
DPS	0,61	1,73	3,54	4,54	4,86
DYield	1,4%	4,0%	8,3%	10,6%	11,4%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przekazane lokale (szt.)	1 404	2 308	2 559	2 651	3 000
Przychód (tys. PLN)/lokal	353	375	372	349	340
SG&A	24	28	30	31	33
SG&A/przychody	4,8%	3,3%	3,1%	3,4%	3,2%
Marża EBIT	22,6%	25,6%	25,7%	25,6%	23,7%
Marża zysku netto	17,6%	19,8%	20,2%	20,1%	18,5%
Gotówka	187	266	317	252	181
Dług netto	324	214	143	208	279
Dług netto/kap. wias.	47%	27%	17%	24%	32%
Zapasy	1 132	1 342	1 228	1 315	1 410
Zapasy/przychody	223%	155%	129%	142%	138%
Zaliczki	231	365	275	297	321
Zaliczki/zapasy	20%	27%	22%	23%	23%
Kapitał własny	688	795	850	861	861
ROE	14,4%	24,9%	24,3%	21,8%	22,0%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	953	925	1 020	867	884	902	920	938	957	976	996
EBITDA	247	238	243	187	185	189	193	196	200	204	208
marża EBITDA	25,9%	25,7%	23,8%	21,6%	21,0%	21,0%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%
Amortyzacja	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
EBIT	245	236	242	186	184	188	191	195	199	203	207
Podatek	47	45	46	35	35	36	36	37	38	39	39
NOPLAT	199	192	196	150	149	152	155	158	161	164	167
CAPEX	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Kapitał obrotowy	15	-75	-72	32	41	-20	-20	-20	-20	-20	-20
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	213	116	124	182	190	132	135	137	140	144	147
PV FCF	201	101	100	137	132	85	80	76	72	68	
WACC	8,2%	8,0%	7,9%	7,9%	8,0%	7,9%	7,9%	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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	-78	198	218	121	129
Amortyzacja	1	1	1	1	1
Kapitał obrotowy	-187	-13	15	-75	-72
CF inwestycyjny	0	1	4	4	3
CAPEX	-1	-1	-1	-1	-1
CF finansowy	135	-121	-172	-190	-203
Dywidenda	-24	-67	-137	-176	-188

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	0,38	0,36	0,35	5,0	5,2	4,3
Maksimum	2,03	2,03	2,01	13,9	11,3	10,7
Mediana	0,81	0,76	0,73	7,5	6,1	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)	2 247
Dług netto	214
Inne korekty	-6
Wycena DCF na akcję (PLN)	52,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	24,40
DYield-porównawcza	17%	58,20
DCF	50%	52,70
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		47,00

Capital Park kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Kurs akcji Capital Park porusza się od wielu miesięcy trendzie bocznym w przedziale 5,5-6,0 PLN, co przekłada się P/NAV w przedziale 0,60-0,65x. Podtrzymujemy opinię, że na przestrzeni 2018 r. powyższe dyskonto powinno się zmniejszyć w związku z wejściem w decydującą fazę inwestycji Art Norblin. Na początku kwietnia spółka zawarła z Warbudem umowę o prace budowlane w powyższym projekcie, z założonym terminem zakończenia prac na 31 października 2020 r. ArtN ma ogromne znaczenie dla przyszłych wyników oraz potencjału dywidendowego Capital Park. Jak widać po kursie, inwestorzy jeszcze nie są skłonni dyskontować przyszłych zysków z powyższej inwestycji. Może się to jednak zmienić, gdy spółka poinformuje o kolejnych umowach pre-let z najemcami oraz spełnieniu warunków niezbędnych do uruchomienia finansowania zewnętrznego w powyższej inwestycji. Otoczenie na rynku nieruchomości komercyjnych sprzyja obecnie deweloperom (rekordowy popyt na powierzchnię), co zwiększa szanse na powodzenie całego przedsięwzięcia. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

5,95 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,35 PLN

+40,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	8,35 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane		CPG PW	vs. WIG
Ticker	CPG PW	Zmiana 1M	+3,5% +4,6%
ISIN	PLCPPRK00037	Zmiana YTD	+2,8% +10,4%
Liczba akcji (mln)	108,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	647,1	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN
EV (mln PLN)	1 984,5	EV/EBITDA 12M fwd	18,0 -29,0%
Free float	19,1%	EV/EBITDA 5Y avg	25,4 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	107,7	125,8	150,8	157,4	164,5
ZBNS	81,4	93,1	114,6	119,6	125,1
marża ZBNS	75,6%	74,0%	76,0%	76,0%	76,0%
EBIT bez rew.	55,5	79,8	99,4	105,9	110,8
Rewaluacja	68,9	-84,7	9,4	25,3	24,0
Zysk netto	29,9	-1,9	54,7	65,2	67,8
P/E	21,1	-	11,8	9,9	9,5
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	14,3	-	18,2	17,4	19,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,15	0,20
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%	3,4%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
NOI	81	93	115	120	125
dynamika r/r	46,3%	14,3%	23,2%	4,4%	4,5%
EBIT bez rewaluacji	67	76	97	101	106
Koszty finansowe	-49	-38	-42	-49	-49
FFO	13	32	46	46	50
Rewaluacja	68,9	-84,7	9,4	25,3	24,0
EUR/PLN	4,42	4,17	4,15	4,15	4,15
Gotówka	157	193	76	82	57
Dług netto	1 086	1 115	1 219	1 516	1 815
Dług netto/kap. włas.	102%	101%	105%	125%	144%
NI	2 084	2 174	2 337	2 686	3 034
LTV	52%	51%	52%	56%	60%
Revaluacja/NI	3,6%	-4,1%	0,4%	1,1%	0,9%
Kapitał własny	989	984	1 039	1 088	1 134
ROE	3,1%	-0,2%	5,6%	6,3%	6,2%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	76	85	94	101	105
Amortyzacja	0	0	0	0	0
Kapitał obrotowy	-1	5	0	-1	-1
CF inwestycyjny	-104	-88	-153	-324	-324
CAPEX	-111	-123	-153	-324	-324
CF finansowy	71	40	-58	230	195
Dywidenda	0	0	0	-16	-22

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	0,32	0,31	0,31	7,1	6,6	8,1
Maksimum	1,28	1,20	1,18	32,5	27,5	17,2
Mediana	0,75	0,73	0,80	13,1	11,4	11,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Wycena metodą NAV

(mln PLN)	15	16	17	18P	19P	20P	21P
Nieruchomości inwestycyjne	1 935	2 084	2 174	2 337	2 686	3 034	3 034
Zapasy	13	0	0	0	0	0	0
Aktywa finansowe (JV)	31	49	45	45	45	45	45
Należności	27	24	27	28	29	30	31
Gotówka	114	157	193	76	82	57	100
Pozostałe aktywa	34	24	32	32	32	32	32
Suma aktywów	2 153	2 337	2 471	2 517	2 873	3 198	3 241
Kapitał mniejszości	73	72	115	119	122	126	130
Dług	1 066	1 243	1 308	1 295	1 598	1 872	1 872
Zobowiązania na podatek odroc.	6	5	25	25	25	25	25
Pozostałe zobowiązania	48	28	39	40	40	41	42
Suma zobowiązań i mniejszości	1 193	1 348	1 487	1 478	1 785	2 063	2 068
NAV	960	989	984	1 039	1 088	1 134	1 174
PV NAV	960	989	984	977	957	936	924

Podsumowanie NAV

(mln PLN)	
Risk-free rate	3,5%
Premia za ryzyko	5,0%
Beta	1,0
Koszt kapitału własnego	8,5%
EUR/PLN '21P	4,15
Wycena NAVPS'21P (PLN)	8,50

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	7,20
NAV	50%	8,50
cena wynikowa		7,85
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		8,35

Dom Development kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Opublikowane pod koniec kwietnia wyniki Dom za 1Q oceniamy bardzo dobrze. Zarówno średni przychód na mieszkanie jak i średnia marża deweloperska były w 1Q wyższe od naszych całorocznych założeń, a osiągnięty zysk netto był o 47% wyższy od konsensusu i 38% wyższy od naszej prognozy. Zwracamy uwagę, że większość tegorocznych przekazania mieszkań będzie miała miejsce w ostatnim kwartale roku. Wyniki 1Q mają umiarkowane znaczenie dla całorocznego zysku (ZN w 1Q stanowi 7% całorocznej prognozy), niemniej wspierają one naszą całoroczną prognozę. Na konferencji wynikowej zarząd Dom Development podtrzymał plan przekazania w 2018 roku łącznie ponad 3,8 tys. lokali. Spółka podtrzymała także plan wprowadzenia do realizacji w tym roku do 4,5 tys. lokali. Około 900 lokali powinno zostać przekazanych w 2Q, 650 w 3Q i 1850 w 4Q. Obecnie dużym wyzwaniem jest terminowe zakończenie inwestycji, ale na ten moment spółka nie widzi zagrożeń dla realizacji tegorocznych planów. Zarząd zwraca uwagę na problem z dostępnością i kosztami wykonawstwa, lecz jednocześnie zaznacza, że spółka sobie z tym problemem radzi. Nie widzimy powodów do zmian założeń z naszego raportu z marca i nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

87,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

103,10 PLN

+18,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	103,10 PLN	2018-03-20

Podstawowe dane		DOM PW	vs. WIG
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	+2,1% +3,3%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	+2,0% +9,6%
Liczba akcji (mln)	24,9	Średni obrót 1M	1,1 mln PLN
MC (mln PLN)	2 168,5	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	2 221,7	EV/EBITDA 12M fwd	7,7 -32,6%
Free float	26,4%	EV/EBITDA 5Y avg	11,4 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 153,0	1 404,7	1 737,4	1 692,0	1 792,2
ZBNS	271,1	385,7	451,8	449,6	472,6
marża ZBNS	23,5%	27,5%	26,0%	26,6%	26,4%
EBIT	156,6	235,4	296,1	289,4	307,5
Zysk netto	125,7	190,7	238,3	233,3	247,8
P/E	17,2	11,4	9,1	9,3	8,8
P/BV	2,3	2,2	2,1	2,1	2,0
EV/EBITDA	13,0	9,2	7,3	7,6	7,3
DPS	3,25	5,05	7,60	9,50	9,38
DYield	3,7%	5,8%	8,7%	10,9%	10,8%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przekazane lokale (szt.)	2 482	2 929	3 801	3 600	3 768
Przychód (tys. PLN)/lokal	465	480	457	470	476
SG&A	107	138	152	156	161
SG&A/przychody	9,3%	9,9%	8,7%	9,2%	9,0%
Marża EBIT	13,6%	16,8%	17,0%	17,1%	17,2%
Marża zysku netto	10,9%	13,6%	13,7%	13,8%	13,8%
Gotówka	437	331	342	441	417
Dług netto	-57	64	53	94	118
Dług netto/kap. wias.	-6%	6%	5%	9%	11%
Zapasy	1 508	1 989	2 053	2 117	2 181
Zapasy/przychody	131%	142%	118%	125%	122%
Zaliczki	349	568	587	605	623
Zaliczki/zapasy	23%	29%	29%	29%	29%
Kapitał własny	930	1 002	1 052	1 049	1 063
ROE	14,2%	20,5%	23,8%	22,2%	23,6%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	265	198	209	204	219
Amortyzacja	5	7	7	7	7
Kapitał obrotowy	106	-9	-39	-38	-38
CF inwestycyjny	-6	-213	-7	-7	-7
CAPEX	-6	-8	-7	-7	-7
CF finansowy	-67	-120	-191	-97	-235
Dywidenda	-81	-126	-189	-236	-233

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	0,38	0,37	0,36	7,2	5,1	4,9
Maksimum	2,05	1,99	1,96	36,2	13,9	11,2
Mediana	0,87	0,83	0,77	13,1	7,5	5,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	1 737	1 692	1 792	1 617	1 649	1 682	1 716	1 750	1 785	1 821	1 858
EBITDA	303	297	315	242	245	248	253	258	263	268	273
marża EBITDA	17,5%	17,5%	17,6%	15,0%	14,9%	14,8%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%
Amortyzacja	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
EBIT	296	289	308	235	238	241	246	251	256	261	266
Podatek	56	55	58	45	45	46	47	48	49	50	51
NOPLAT	240	234	249	190	193	195	199	203	207	211	215
CAPEX	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7
Kapitał obrotowy	-39	-38	-38	-38	-38	-8	-3	-3	-3	-3	-3
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	201	196	211	152	155	187	196	200	204	208	212
PV FCF	189	170	169	113	106	119	115	109	103	97	
WACC	8,4%	8,3%	8,3%	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%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 920
Dług netto	64
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	114,90

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	54,60
DYield-porównawcza	17%	127,70
DCF	50%	114,90
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		103,10

Echo Investment kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Na początku maja nastąpiło odcięcie 0,50 PLN dywidendy od kursu akcji Echo Investment. Analogicznie skorygowaliśmy naszą cenę docelową dla akcji spółki. W bazowym scenariuszu nie zakładamy nadzwyczajnej dywidendy związanej ze sprzedażą udziałów w EPP. Taki scenariusz wciąż jest jednak realny. Po odbiciu kursu w marcu, EPP jest wyceniana z lekką premią do NAV (powyżej wyceny w bilansie Echo z końca 2017 r.). Wycena rynkowa pakietu akcji EPP, posiadanego obecnie przez Echo, wynosi około 270 mln PLN (0,65 PLN na akcję). Niezależnie od możliwych scenariuszy dla pakietu EPP, szacujemy, że w najbliższych latach Echo stać na utrzymanie wyników finansowych w okolicy 300 mln PLN (P/E=6,5-7,0x). Echo solidnie przepracowało miniony rok na rynku gruntów. Spółka posiada działki, które zabezpieczają w pełni potrzeby inwestycyjne przynajmniej w okresie do 2020 r. Na rynku powierzchni komercyjnej obserwujemy dalszą kompresję stóp kapitalizacji i rekordowo wysoki popyt na powierzchnię. W bieżącym roku spodziewamy się wzrostu liczby inwestycji wprowadzonych do budowy (i wzrostu rewaluacji). Liczymy ponadto na sprzedaż większej liczby obiektów niż to miało miejsce w 2017 r. Echo dokonało już przedsprzedaży czterech biurów o wartości ok. 650 mln PLN. Finalizacja transakcji powinna mieć miejsce w bieżącym roku. Zarząd liczy ponadto na sprzedaż dwóch kolejnych obiektów, będących w budowie (Galeria Libero, Browary J), których wartość szacujemy na 800 mln PLN. Rekomendujemy kupno akcji Echo.

Cena bieżąca

4,82 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,63 PLN

+16,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	5,63 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane		ECH PW	vs. WIG
Ticker	ECH PW	Zmiana 1M	+1,3% +2,4%
ISIN	PLECHPS00019	Zmiana YTD	+19,0% +26,7%
Liczba akcji (mln)	412,7	Średni obrót 1M	0,8 mln PLN
MC (mln PLN)	1 989,2	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	3 026,2	EV/EBITDA 12M fwd	11,5 -26,7%
Free float	14,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,7 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	480,1	621,9	524,3	737,9	826,0
ZBNS	216,8	149,4	122,7	173,6	188,5
marża ZBNS	45,2%	24,0%	23,4%	23,5%	22,8%
EBIT bez rew.	56,4	41,3	2,5	51,1	63,6
Rewaluacja	555,2	233,5	399,3	336,1	253,1
Zysk netto	393,3	312,2	302,9	328,3	266,0
P/E	5,1	6,4	6,6	6,1	7,5
P/BV	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	3,8	10,3	7,5	7,7	9,4
DPS	5,96	0,66	0,50	0,51	0,56
DYield	123,7%	13,7%	10,4%	10,7%	11,6%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przekazane lokale (szt.)	451	1 006	901	1 270	1 600
Przychód (tys. PLN)/lokal	521	467	402	402	380
Przychody	480	622	524	738	826
Mieszkaniówka	235	470	362	511	608
Biura i handel	224	120	76	93	92
Pozostałe	21	32	86	134	126
Gotówka	663	731	691	728	655
Dług netto	346	879	1 037	1 021	994
Dług netto / kap. wias.	23%	55%	62%	57%	54%
Zapasy	656	682	746	810	912
NI	785	1 287	1 738	1 798	1 798
LTV	24%	45%	42%	39%	37%
Revaluacja/NI	38,0%	29,8%	31,0%	19,3%	14,1%
Kapitał własny	1 528	1 588	1 684	1 801	1 837
ROE	10,7%	20,4%	19,1%	19,5%	14,8%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	524	738	826	794	810	827	843	860	877	895	913
EBITDA	4	53	66	53	54	55	56	57	59	60	61
marża EBITDA	0,9%	7,2%	7,9%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Amortyzacja	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Rewaluacja NI	399	336	253	189	193	197	201	205	209	213	217
Podatek	76	74	60	46	47	47	48	49	50	51	52
NOPLAT	325	314	256	194	198	202	206	210	215	219	223
Nakłady/sprzedaż NI	222	363	251	187	193	197	201	205	209	213	217
Kapitał obrotowy	-56	-71	-81	-7	-7	-7	-8	-8	-8	-8	-8
Inne	0	0	128	0	0	305	0	0	0	0	0
FCF	93	271	303	187	193	502	201	205	209	213	218
PV FCF	89	241	251	145	139	338	126	120	114	109	
WACC	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

*skorygowano o dywidendę 0,50 PLN, dzień ustalenia prawa 2018-05-04

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	140	-276	-112	-75	-59
Kapitał obrotowy	177	-168	-56	-71	-81
CF inwestycyjny	2 377	-46	222	363	379
Wydatki na NI	-848	-524	-720	-824	-377
Zbycie NI	3 513	509	944	1 189	630
CF finansowy	-2 702	362	-150	-251	-393
Dywidenda	-2 460	-272	-206	-212	-230

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	0,32	0,31	0,31	5,0	5,2	4,3
Maksimum	2,03	2,03	2,01	14,2	11,5	12,5
Mediana	0,73	0,68	0,65	9,7	8,2	7,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	3 750
Dług netto	879
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,96

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	4,56
DCF	50%	6,96
cena wynikowa		5,76
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M*		5,63

GTC trzymaj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Pod koniec kwietnia GTC poinformowała o warunkowej umowie kupna 100% udziałów bułgarskiej spółki Dorado, właściciela centrum handlowego Mall of Sofia oraz przyległego budynku biurowego, zlokalizowanych w Sofii. Cena netto wynosi 90 mln euro. Obiekty generują NOI w wysokości 7,55 mln euro. Zakładając, że zgodnie z planem transakcja zostanie sfinalizowana w 2Q'18 powinna mieć ona lekko pozytywny wpływ na nasze prognozy wyników jeszcze w 2018 r. Nieruchomości zostały nabyte przy stopie kapitalizacji ok. 8,3%, są zlokalizowane blisko ścisłego centrum Sofii. Transakcja wpisuje się w komunikowaną od dłuższego czasu strategię GTC. Szacujemy, że po zalewarowaniu po koszcie zbliżonym do średniego kosztu długu w GTC (2,8%), akwizycja wygeneruje ok. 20% zwrot z kapitału własnego (ROE). Patrząc w nieco dłuższym okresie, nasza ocena perspektyw GTC jest pozytywna, choć jesteśmy sceptyczni co do możliwości realizacji celu nakreślonego przez Zarząd: podwojenie NAV spółki w ciągu najbliższych 4-5 lat. W ramach sektora nieruchomościowego preferujemy obecnie spółki strictly deweloperskie. Rekomendujemy trzymanie akcji GTC.

Cena bieżąca

9,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9,60 PLN

+6,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	9,60 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			GTC PW	vs. WIG
Ticker	GTC PW	Zmiana 1M	-3,2%	-2,1%
ISIN	PLGTC0000037	Zmiana YTD	-8,2%	-0,5%
Liczba akcji (mln)	470,3	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 232,7	Średni obrót 6M	0,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 614,6	EV/EBITDA 12M fwd	16,3	+10,2%
Free float	21,9%	EV/EBITDA 5Y avg	14,8	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	120,3	128,7	151,7	166,2	184,9
ZBNS	87,3	92,1	112,0	125,1	139,2
marża ZBNS	72,6%	71,6%	73,8%	75,3%	75,3%
EBIT bez rew.	70,2	73,5	92,7	105,3	119,1
Rewaluacja	84,6	148,6	40,7	45,7	53,7
Zysk netto	158,5	156,3	91,1	105,1	121,2
P/E	6,1	6,3	10,8	9,4	8,2
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	11,0	8,4	15,0	14,1	12,8
DPS	0,00	0,07	0,08	0,08	0,10
DYield	0,0%	3,1%	3,8%	4,0%	4,6%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
NOI	86	91	111	125	139
dynamika r/r	10,1%	4,7%	22,2%	13,1%	11,2%
EBIT bez rewaluacji	71	77	93	105	119
Koszty finansowe	-28	-29	-29	-31	-35
FFO	42	47	56	65	74
dynamika r/r	10,5%	11,9%	18,5%	17,1%	13,8%
Rewaluacja	85	149	41	46	54
Gotówka	178	202	115	120	103
Dług netto	715	833	980	1 104	1 172
Dług netto/kap. wias.	91%	89%	99%	104%	104%
NI	1 605	1 937	2 148	2 342	2 493
LTV	44%	43%	45%	47%	47%
Revaluacja/NI	6,6%	9,3%	2,1%	2,1%	2,3%
Kapitał własny	787	937	991	1 056	1 132
ROE	24,7%	19,8%	9,7%	10,6%	11,5%

Przepływy pieniężne

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	73	81	85	97	109
Amortyzacja	0	1	0	0	0
Kapitał obrotowy	6	7	0	0	0
CF inwestycyjny	-232	-178	-164	-148	-96
CAPEX	-261	-234	-170	-149	-98
CF finansowy	141	95	6	51	-36
Dywidenda	0	-8	-37	-40	-45

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	0,32	0,31	0,31	7,1	6,6	8,1
Maksimum	1,28	1,20	1,18	32,5	27,5	17,2
Mediana	0,76	0,74	0,71	12,2	11,7	11,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Wycena metodą NAV

(mln EUR)	15	16	17	18P	19P	20P	21P
Nieruchomości inwestycyjne	1 289	1 605	1 937	2 148	2 342	2 493	2 566
Grunty i projekty mieszkaniowe	30	19	16	13	13	13	13
Aktywa finansowe (JV)	23	4	1	0	0	0	0
Należności	6	5	4	4	4	4	4
Gotówka	196	178	202	115	120	103	109
Pozostałe aktywa	16	29	22	22	22	22	22
Suma aktywów	1 560	1 839	2 183	2 302	2 503	2 636	2 715
Kapitał mniejszości	-21	3	4	5	5	5	5
Dług	739	893	1 034	1 095	1 224	1 275	1 255
Zobowiązania na podatek odroc.	133	98	126	131	136	143	149
Pozostałe zobowiązania	66	58	81	81	81	81	81
Suma zobowiązań i mniejszości	917	1 052	1 246	1 312	1 446	1 504	1 491
NAV	643	787	937	991	1 056	1 132	1 224
PV NAV	643	787	937	967	982	1 002	1 024

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)	9,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	8,90
NAV	50%	9,00
cena wynikowa		9,00
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		9,60

LC Corp kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

W 1Q'18 nie doszło do oczekiwanego przez nas odbicia kursu LC Corp, choć spółka dostarczyła nowych ku temu argumentów. LC Corp sprzedał w 1Q'18 649 lokali (+17% r/r, +8% q/q). Sprzedaż przekroczyła nasze oczekiwania. LC Corp jest jedną z dwóch spółek z GPW (oprócz Marvipolu), która w 1Q osiągnęła nie tylko dodatnią dynamikę sprzedaży r/r, lecz również wzrost sprzedaży q/q. Po 1Q LC Corp realizuje 34% naszej całorocznej prognozy sprzedaży mieszkań, co wskazuje na jej konserwatyzm. W okresie styczeń-marzec 2018 roku spółka rozliczyła w wynikach 702 lokale (+40% r/r, +145% q/q), co według naszych prognoz przełoży się na około 54 mln PLN oczyszczonego zysku netto. Tym samym, po pierwszym kwartale nasza całoroczna prognoza byłaby wykonana w 32%. Spośród preferowanych przez nas deweloperów, LC Corp pozostaje najtańszą spółką na P/BV (0,8x) oraz jedną z najtańszych na P/E'18 (6,5x). Podtrzymujemy tezę, którą szerzej rozwijaliśmy w minionym miesiącu, że posiadany bank ziemi spółki w 100% pokrywa nasze prognozy do 2020 r., a obawy o pogorszenie wyników spółki w najbliższych latach są przesadzone. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

2,68 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,50 PLN

+30,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	3,50 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			LCC PW	vs. WIG
Ticker	LCC PW	Zmiana 1M	-0,4%	+0,8%
ISIN	PLCCRP00017	Zmiana YTD	-2,5%	+5,1%
Liczba akcji (mln)	447,6	Średni obrót 1M		1,0 mln PLN
MC (mln PLN)	1 199,5	Średni obrót 6M		1,3 mln PLN
EV (mln PLN)	2 119,6	P/E 12M fwd	6,3	-37,0%
Free float	41,3%	P/E 5Y avg	10,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	547,0	706,2	836,9	898,4	928,1
ZBNS	207,9	260,8	285,8	320,5	332,4
marża ZBNS	38,0%	36,9%	34,2%	35,7%	35,8%
EBIT bez rew.	169,6	208,6	234,2	267,3	277,7
Revaluacja	34,2	-119,3	17,7	19,3	0,0
Zysk netto	113,1	80,2	185,4	209,0	201,4
Zysk netto koryg.	120,7	150,6	170,1	193,4	201,4
P/E	10,6	14,9	6,5	5,7	6,0
P/E koryg.	9,9	8,0	7,1	6,2	6,0
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
DPS	0,18	0,07	0,24	0,29	0,32
DYield	6,7%	2,6%	9,0%	10,6%	12,1%

Zmiana prognoz	2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przekazane lokale (szt.)	1 393	1 801	2 137	2 184	2 072
Przychody	547	706	837	898	928
sprzedaż mieszkań	402	563	687	727	741
wynajem	145	144	150	171	187
MBNS	38,0%	36,9%	34,2%	35,7%	35,8%
sprzedaż mieszkań	26,0%	28,8%	26,3%	27,6%	27,2%
wynajem	71,2%	68,7%	70,0%	70,0%	70,0%
Gotówka	355	344	270	241	237
Dług netto	737	737	920	984	1 005
Dług netto/kap. wias.	53%	51%	60%	61%	60%
Zapasy	971	1 064	1 048	1 031	1 015
NI	1 810	1 805	1 967	2 049	2 049
Revaluacja/NI	1,9%	-6,6%	0,9%	0,9%	0,0%
Kapitał własny	1 396	1 448	1 526	1 608	1 664
ROE	8,3%	5,7%	12,8%	13,7%	12,5%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	199	167	135	194	155
Kapitał obrotowy	91	-18	-63	-29	-77
CF inwestycyjny	-102	-142	-185	-102	-1
Wydatki na NI	-102	-141	-183	-101	0
Zbycie NI	0	0	0	0	0
CF finansowy	113	-11	-74	-30	-4
Dywidenda	-81	-31	-107	-128	-145

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	0,38	0,36	0,35	5,0	5,2	4,3
Maksimum	2,03	2,03	2,01	13,9	11,3	10,7
Mediana	0,91	0,85	0,77	8,2	7,1	7,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Wycena DCF segmentu mieszkaniowego

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	687	727	741	608	588	599	611	623	636	649	662
EBITDA	141	159	159	102	84	85	87	89	91	92	94
marża EBITDA	20,5%	21,9%	21,4%	16,7%	14,3%	14,3%	14,3%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
NOPLAT	113	128	128	82	67	68	70	71	73	74	75
Kapitał obrotowy	-64	-30	-78	-56	-33	-11	-11	-11	-11	-11	-11
FCF	50	99	51	26	35	58	60	61	63	64	65
PV FCF	47	86	41	19	24	36	34	32	31	29	

Wycena NAV segmentu komercyjnego

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P
NAV NI pracujących	983	1 129	1 147	1 175	1 203
NAV NI w budowie	98	0	0	0	0
NAV pozostałe	22	56	113	171	231
NAV segmentu	1 103	1 185	1 260	1 346	1 435
PV NAV	1 037	1 027	1 006	991	973

Podsumowanie NAV

(mln PLN)	
PV NAV'22P	973
ROE'22P	6,6%
Koszt kapitału (COE)	8,5%
Premia/Dyskonto (ROE - COE)	-23%
Wycena segmentu na akcję (PLN)	1,71

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	834
Dług netto	148
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	1,53

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	3,08
DYield-porównawcza	17%	3,83
SOTP	50%	3,24
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		3,50

Handel

AmRest redukuj (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 uzyskuje umowy master-franczyzobiorcy w CEE (MFA) dla formatu Pizza Hut Express oraz Delivery na rynkach CEE, w Niemczech oraz we Francji. Pod koniec kwietnia spółka poinformowała o podpisaniu ramowej umowy udzielającej AmRest praw master-franczyzy dla marki Pizza Hut w Rosji, Azerbejdżanie i Armenii wraz z przejęciem 30 restauracji prowadzonych przez sub-franczyzobiorców. W 4Q'17 spółka odnotowała 7,9% r/r wzrostu EBITDA oczyszczonej o aktualizację wartości restauracji. EBITDA wraz z odpisami uległa zmniejszeniu o 3% r/r w 4Q'17. Negatywnie na wynik wpłynęły jednorazowe koszty związane z przejętymi restauracjami. Oczekujemy, że w 1Q'18 (publikacja 14.05.2018) poprawi wynik EBITDA o 26% r/r w 1Q'18 czemu powinien efekt bazy (wyniki w 1Q'17 były obciążone przez niski wynik wygenerowany w Niemczech). W 2018 roku spółka będzie się koncentrowała na integracji przejętych podmiotów, co w początkowej fazie może przełożyć się na konieczność ponoszenia dodatkowych kosztów (oczekiwany wpływ na wynik w 2-3Q'18. AmRest zapowiedział otwarcie ponad 300 nowych restauracji w 2018 roku, co będzie się wiązało z rekordowo wysokimi nakładami inwestycyjnymi (szacujemy 914/908 mln PLN CAPEX odpowiednio w 2019/2020 roku). Taki poziom nakładów może być trudny do utrzymania w średnim terminie.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA (PL)	185	199	221	240	265
EBITDA (WE)	193	201	246	304	354
EBITDA (ES)	180	209	229	267	295
EBITDA (RU)	51	71	91	108	121
EBITDA (CZ)	93	116	149	174	199
Przepływy oper.	457	635	638	904	1 045
Amortyzacja	271	330	431	557	634
Kapitał obrotowy	43	74	7	91	79
Przepływy inw.	-533	-980	-963	-960	-809
CAPEX	-386	-527	-963	-960	-809
Przepływy fin.	66	588	-150	40	-197
Wpływy/spłaty pożyczek	132	764	-150	40	60
FCF	-3	-458	-288	-27	266
FCF/EBITDA	-1%	-77%	-39%	-3%	24%
CFO/EBITDA	85%	106%	87%	98%	96%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż/rest.	916	925	925	922	922	932	947	960	972	984	984
marża EBITDA	11,2%	11,8%	12,3%	12,8%	13,1%	12,6%	12,6%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Liczba rest.	1 939	2 254	2 536	2 795	3 028	3 206	3 378	3 545	3 708	3 869	3 869
Przychody	6 548	7 754	8 859	9 834	10 740	11 620	12 468	13 296	14 108	14 905	14 905
EBITDA	731	919	1 092	1 259	1 403	1 462	1 574	1 683	1 790	1 895	1 895
marża EBITDA	11,2%	11,8%	12,3%	12,8%	13,1%	12,6%	12,6%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
EBIT	300	361	458	591	718	788	926	1 042	1 149	1 253	1 253
Podatek	63	76	96	124	151	165	194	219	241	263	263
CAPEX	-963	-960	-809	-766	-689	-558	-556	-641	-641	-641	-641
Kapitał obrotowy	7	91	79	69	61	57	53	49	46	43	43
FCF	-288	-27	266	437	624	796	876	872	954	1 033	1 054
PV FCF	-274	-23	217	329	434	511	519	477	480	479	
WACC	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,6%	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

513,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

426,00 PLN

-17,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuj	426,00 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	+10,0%	+11,1%
ISIN	NL0000474351	Zmiana YTD	+25,1%	+32,8%
Liczba akcji (mln)	21,2	Średni obrót 1M		5,0 mln PLN
MC (mln PLN)	10 882,7	Średni obrót 6M		4,8 mln PLN
EV (mln PLN)	12 663,1	EV/EBITDA 12M fwd	14,4	+45,6%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	9,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	4 207	5 266	6 548	7 754	8 859
EBITDA	539	597	731	919	1 092
marża EBITDA	12,8%	11,3%	11,2%	11,8%	12,3%
EBIT	268	267	300	361	458
Zysk netto	191	182	201	257	333
P/E	57,1	59,7	54,0	42,4	32,7
P/BV	8,3	8,3	7,2	6,2	5,9
EV/EBITDA	22,1	20,7	17,3	13,8	11,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	12,09
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,4%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
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%	

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
marża EBITDA (PL)	13,1%	12,1%	11,6%	11,6%	11,6%
marża EBITDA (WE)	15,8%	10,8%	11,3%	11,3%	11,5%
marża EBITDA (ES)	21,5%	22,6%	22,6%	22,6%	22,6%
marża EBITDA (RU)	10,9%	10,9%	10,6%	10,6%	10,5%
marża EBITDA (CZ)	19,1%	19,6%	18,6%	18,6%	18,6%
Dług netto	971	1 422	1 746	1 803	1 823
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	2,4	2,4	2,0	1,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	10 030
Dług netto	1 418
Inne korekty	35
Wycena DCF na akcję (PLN)	404,30

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	395,97
DCF	50%	404,30
Cena wynikowa		400,13
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		426,00

CCC akumuluj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Pod koniec IV'18 spółka opublikowała wstępne skonsolidowane dane za 1Q'18. Był to najgorszy historycznie 1Q ze stratą EBTIDA na poziomie 87,8 mln PLN (vs. 6,2 mln PLN w 1Q'17). Negatywnie na rezultaty spółki wpłynęły niesprzyjające warunki pogodowe (zwłaszcza niski wynik w marcu, który odpowiada za większość wyniku wygenerowanego w 1Q) oraz ograniczenie handlu w niedzielę. Zgodne z wcześniej opublikowanymi szacunkami. Niska sprzedaż w III'18 w głównej mierze wpłynęła na obniżenie marży brutto na sprzedaży w 1Q'18 (-1,2p.p. r/r do 47,5%). Niepokojący jest niski wynik eobuwie.pl, które poprawiło sprzedaż o 52% r/r, natomiast wynik EBIT/EBITDA uległy zmniejszeniu o odpowiednio 17,6%/9% r/r do 13,1/15,2 mln PLN w 1Q'18 (prawdopodobnie efekt zwiększonych nakładów na marketing na nowych rynkach). W kwietniu'18 CCC zaraportowało wzrost sprzedaży o 32,5% r/r do 455,4 mln PLN (wzrost sprzedaży detalicznej/mkw. o 5,2% r/r w IV'18), co było wspierane przez efekt bazy. Zwracamy uwagę, że po uwzględnieniu wysokiej straty EBITDA w 1Q'18, spółka będzie musiała poprawiać wynik EBITDA średnio o 37% r/r w 2-4Q'18, aby wypracować zakładane przez nas 588 mln PLN EBITDA'18 (w 2-3Q'18 negatywnie na dynamikę wyników będzie wpływał efekt bazy). Biorąc powyższe pod uwagę oczekivalibyśmy obniżenia się konsensusu EBITDA'18 (obecnie średnia prognoz wskazuje 660 mln PLN).

Cena bieżąca

255,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

295,00 PLN

+15,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	295,00 PLN	2018-05-09	
poprzednia	kupuj	295,00 PLN	2018-04-06	
Podstawowe dane		CCC PW	vs. WIG	
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	-2,4%	-1,2%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-10,3%	-2,7%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	23,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 512,1	Średni obrót 6M	22,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 081,6	EV/EBITDA 12M fwd	15,3	-3,8%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	3 185	4 193	5 223	6 755	8 319
EBITDA	443	498	588	845	1 072
marża EBITDA	13,9%	11,9%	11,3%	12,5%	12,9%
EBIT	374	405	480	725	943
Zysk netto	306	279	315	532	715
P/E	32,6	37,6	33,4	19,7	14,7
P/BV	10,9	9,6	7,7	5,8	4,3
EV/EBITDA	24,2	22,1	18,8	13,1	10,1
DPS	2,19	2,47	1,40	1,87	0,00
DYield	0,9%	1,0%	0,5%	0,7%	0,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
MBNS		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Sprzedaż det/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	
SG&A/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż (stacjoname)	2 902	3 588	4 336	5 211	6 002
EBITDA (stacjoname)	393	415	457	648	778
Sprzedaż (eobuwie.pl)	287	606	1 030	1 545	2 317
EBITDA (eobuwie.pl)	50,6	82,6	131,0	196,6	294,9
MBNS	52,7%	51,2%	52,2%	51,6%	51,1%
Przepływy oper.	175	78	218	353	527
Amortyzacja	70	93	108	119	129
Kapitał obrotowy	-273	-588	-265	-367	-377
Przepływy inw.	-362	-212	-196	-194	-203
CAPEX	-382	-245	-196	-194	-203
Przepływy fin.	5	-11	-250	-121	-88
Dywidenda/buyback	86	101	58	77	77
FCF	-282	-164	15	7	150
FCF/EBITDA	-64%	-33%	3%	1%	14%
CFO/EBITDA	39%	16%	37%	42%	49%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż det/mkw.	683	701	710	721	733	729	726	722	738	773	0
SG&A/mkw.	274	276	277	280	286	289	289	286	292	306	0
Powierzchnia	575	664	745	825	903	986	1 073	1 167	1 193	1 218	0
Przychody	4 336	5 211	6 002	6 790	7 597	8 261	8 967	9 705	10 445	11 183	11 183
EBITDA	512	648	778	908	1 025	1 113	1 228	1 338	1 429	1 511	1 515
marża EBITDA	11,8%	12,4%	13,0%	13,4%	13,5%	13,5%	13,7%	13,8%	13,7%	13,5%	13,6%
EBIT	407	532	652	772	878	907	989	1 107	1 213	1 302	1 302
Podatek	77	101	124	147	167	172	188	210	230	247	0
CAPEX	193	191	200	219	236	850	304	105	118	214	214
Kapitał obrotowy	229	353	307	402	362	269	288	299	309	319	319
FCF	15	7	150	143	264	-174	452	728	776	735	757
PV FCF	14	6	119	104	177	-107	255	378	369	321	
WACC	8,8%	8,8%	8,9%	9,0%	8,7%	8,7%	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%

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Polska (sprzedaż/mkw.)	700	744	743	755	768
CEE (sprzedaż/mkw.)	514	529	523	531	534
WE (sprzedaż/mkw.)	409	470	492	558	609
eobuwie.pl (% sprzedaży)	9,0%	14,4%	19,7%	22,9%	27,9%
Środki pieniężne	142	512	284	322	558
Dług netto	656	406	502	488	301
Dług netto/EBITDA (x)	1,5	0,8	0,9	0,6	0,3

Analiza porównawcza

	P / E			EV / EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	53,0	42,4	33,0	24,5	18,2	14,2
Maksimum	74,9	57,2	45,8	41,5	26,2	20,4
Mediana	72,5	52,4	40,8	32,3	23,6	17,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdyskontowana wartość FCF	7 143
Dług netto	521
Inne korekty	4 751
Wycena DCF na akcję (PLN)	276,56

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	276,60
DCF	50%	276,56
Cena wynikowa		276,58
Koszt kapitału 9M		6,6%
Cena docelowa za 9M		295,00

Dino akumuluj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka opublikowała bardzo dobre wyniki finansowe za 4Q'17, które były powyżej oczekiwań rynkowych i naszych oczekiwań. Sprawdzony model biznesowy sprawia, że Dino jest w stanie kontynuować dynamiczną poprawę sprzedaży porównywalnej (powyżej oczekiwań w 4Q'17), rentowności sprzedaży oraz marży EBITDA. Poprawie uległ również cykl konwersji gotówki (-5,4 dnia r/r do -52 dni na koniec 2017 roku), gdzie nadal widzimy wysoki potencjał (zakładamy poprawę o 1,5 dnia średniorocznie w latach 2018-21). Biorąc pod uwagę bardzo mocny trend w sprzedaży spółki oraz pozytywny efekt Świąt Wielkanocnych, oczekujemy wzrostu sprzedaży/mkw. o 12% r/r w 1Q'18. Jednocześnie szacujemy, że spółka poprawi marżę EBITDA o 0,3p.p. r/r do 7,5% w 1Q'18 (efekt lepszych warunków handlowych oraz rozwodnienia kosztów SG&A). Dalszy dynamiczny wzrost skali działalności powinien przełożyć się na (1) kontynuację poprawy warunków handlowych (wzrost rentowności sprzedaży oraz dalszą poprawa cyklu konwersji gotówki), (2) rozwodnienie kosztów SG&A, co łącznie powinno pozwolić Spółce na (3) poprawę marży EBITDA. Biorąc pod uwagę powyższe oczekujemy 541,9 mln PLN EBITDA'18 (+35% r/r vs. skorygowana EBITDA) oraz średniorocznego wzrostu EBITDA w tempie 21,4% w latach 2017-2021 (najwyższe tempo wzrostu z grupy porównawczej).

Cena bieżąca

96,65 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

103,50 PLN

+7,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	103,50 PLN	2018-05-09	
poprzednia	kupuj	103,50 PLN	2018-04-04	
Podstawowe dane			DNP PW	vs. WIG
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+7,9%	+9,1%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+22,7%	+30,3%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	12,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 475,6	Średni obrót 6M	22,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 019,6	EV/EBITDA 12M fwd	18,1	+15,4%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	15,7	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	3 370	4 516	5 944	7 576	9 268
EBITDA	281	389	542	698	855
marża EBITDA	8,3%	8,6%	9,1%	9,2%	9,2%
EBIT	216	303	429	557	685
Zysk netto	151	214	319	427	532
P/E	62,7	44,4	29,7	22,2	17,8
P/BV	13,9	10,5	7,7	5,7	4,3
EV/EBITDA	35,5	25,6	18,5	14,2	11,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz					2018P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Liczba sklepów	628	775	953	1 153	1 338
Powierzchnia	238	295	364	442	515
Średnia powierzchnia skl.	380	381	382	383	385
MBNS	22,9%	23,0%	23,1%	23,2%	23,2%
Sklepów/centrum dystryb.	209	258	238	288	268
Przepływy oper.	324	497	614	775	925
Amortyzacja	65	86	113	141	171
Kapitał obrotowy	47	131	147	177	194
Przepływy inw.	-310	-402	-638	-652	-614
CAPEX	-312	-411	-638	-652	-614
Przepływy fin.	18	41	-35	-131	-128
Wpływy/spłaty pożyczek	92	31	0	-100	-100
FCF	-24	50	-30	117	305
FCF/EBITDA	-9%	13%	-6%	17%	36%
CFO/EBITDA	116%	128%	113%	111%	108%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Liczba sklepów	953	1 153	1 338	1 438	1 538	1 638	1 738	1 838	1 938	2 038	2 038
Sprzedaż/mkw.	1 502	1 565	1 614	1 639	1 663	1 662	1 661	1 660	1 660	1 659	1 659
narzut SG&A	15,9%	15,8%	15,9%	15,9%	15,9%	16,0%	16,0%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
Przychody	5 944	7 576	9 268	10 523	11 480	12 285	13 095	13 911	14 731	15 557	15 946
EBITDA	542	698	855	970	1 053	1 106	1 173	1 227	1 291	1 355	1 389
marża EBITDA	9,1%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,0%	9,0%	8,8%	8,8%	8,7%	8,7%
EBIT	429	557	685	775	845	892	951	996	1 055	1 114	1 141
Podatek	82	106	130	147	161	169	181	189	200	212	217
CAPEX	-638	-652	-614	-429	-325	-330	-393	-331	-318	-318	-326
Kapitał obrotowy	147	177	194	162	139	86	86	87	88	88	90
FCF	-30	117	305	556	706	693	686	794	860	914	936
PV FCF	-30	106	256	430	504	457	417	446	446	437	448
WACC	8,1%	8,2%	8,2%	8,4%	8,4%	8,3%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%
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%

Wskaźniki

(dni)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Cykl konw. zapasów	38,8	38,7	38,1	37,5	36,8
Cykl konw. należności	3,6	3,1	3,1	3,1	3,1
Cykl konw. zobowiązań	80,7	85,2	86,2	87,2	88,2
Cykl konw. gotówki	-38,2	-43,5	-45,1	-46,7	-48,3
Narzut SG&A	16,5%	16,4%	15,9%	15,8%	15,9%
Dług netto (mln PLN)	496	485	544	452	169
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	1,2	1,0	0,6	0,2

Analiza porównawcza

	PEG			P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	0,4	0,4	0,3	11,2	10,2	7,3	4,6	4,5	4,4
Maksimum	7,0	6,8	6,7	21,1	18,2	16,7	9,2	8,4	7,8
Mediana	0,9	0,8	0,7	17,0	12,8	12,0	6,6	6,0	5,5
waga	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	7 625
Dług netto	485
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	108,21

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	86,40
DCF	50%	108,21
Cena wynikowa		97,31
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		103,50

Eurocash kupuj (bez zmian)

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 kontynuuje plan 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. W 1Q'18 (publikacja 11.05.2018) oczekujemy 4% r/r wzrostu EBITDA, której dynamika r/r powinna być ograniczona przez dodatkowe koszty związane z integracją sieci EKO Holding. Podwyższone koszty związane z integracją sieci powinny się utrzymać do 2-3Q'18. Pozytywne efekty restrukturyzacji oraz efekt bazy powinny przełożyć się na istotną poprawę wyników spółki r/r w 2H'18. Powyższe powinno pozwolić na wygenerowanie 429 mln EBITDA'18. Zgodnie z nową strategią, Spółka będzie koncentrowała się na rozwoju sieci detalicznej w kolejnych latach (zakładany wzrost detalicznej sieci sprzedażowej o 900 placówek do 2500 sklepów w 2023 roku), co powinno zagwarantować stabilny wzrost wyników w kolejnych latach.

Cena bieżąca

23,64 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

30,70 PLN

+29,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	30,70 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-3,7%	-2,5%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-10,7%	-3,0%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	4,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 289,8	Średni obrót 6M	19,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 436,5	EV/EBITDA 12M fwd	8,5	-26,3%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	11,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	21 206	23 271	25 772	26 954	27 544
EBITDA	440	246	429	472	517
marża EBITDA	2,1%	1,1%	1,7%	1,8%	1,9%
EBIT	274	63	247	284	328
Zysk netto	179	-33	133	172	236
P/E	18,3	-	24,8	19,2	13,9
P/BV	2,8	3,2	2,8	2,6	2,3
EV/EBITDA	8,3	15,1	8,0	6,9	5,9
DPS	1,05	0,80	-0,12	0,48	0,62
DYield	4,5%	3,4%	-0,5%	2,0%	2,6%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Hurt niezależny (EBITDA)		0,0%	0,0%	0,0%	
Hurt zintegrowany (EBITDA)		0,0%	0,0%	0,0%	
Detal (EBITDA)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Hurt niezależny (S)	13 886	14 460	14 460	14 171	13 746
Hurt zintegrowany (S)	7 766	8 065	8 404	8 572	8 743
Detal (S)	976	2 273	2 500	3 240	3 467
Nowe projekty (S)	80,6	557,3	836,8	920,5	1058,6
Nowe projekty (EBITDA)	-41	-49	-37	-21	5
Przepływy oper.	325	494	500	482	491
Amortyzacja	166	183	182	188	189
Kapitał obrotowy	-99	247	119	63	40
Przepływy inw.	-270	-336	-164	-165	-167
CAPEX	-136	-162	-164	-165	-167
Przepływy fin.	22	-117	-421	-24	-112
Dywidenda/buyback	-146	-111	17	-66	-86
FCF	98	359	-199	290	306
FCF/EBITDA	22%	146%	-46%	62%	59%
CFO/EBITDA	74%	200%	117%	102%	95%

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Cykl konwersji zapasów	21,1	23,4	23,2	23,2	23,2
Cykl konwersji należności	30,1	26,4	26,2	26,0	25,8
Cykl konwersji zobowiązań	66,9	70,0	69,3	69,3	69,3
Cykl konwersji gotówki	-15,8	-20,2	-19,9	-20,1	-20,3
Narzut SG&A	9%	10%	10%	10%	9%
Dług netto	324	370	83	-109	-321
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	1,5	0,2	-0,2	-0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	12,4	9,6	7,5	5,3	5,1	4,6
Maksimum	39,5	30,3	61,0	9,3	8,6	7,9
Mediana	19,9	14,3	11,6	6,6	6,0	5,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Hurt niezł. (EBITDA)	199	197	191	178	173	168	163	158	153	148	148
Hurt zint. (EBITDA)	303	317	324	334	344	354	364	375	387	398	398
Detal (EBITDA)	46	55	75	100	105	109	114	118	123	128	128
Przychody	25 772	26 954	27 544	28 129	28 778	29 472	30 215	31 012	31 480	32 404	32 404
EBITDA	429	472	517	541	549	557	566	575	585	595	595
marża EBITDA	1,66%	1,75%	1,88%	1,92%	1,91%	1,89%	1,87%	1,86%	1,86%	1,83%	1,83%
EBIT	230	266	310	333	341	348	356	364	373	402	402
Podatek	564	61	65	64	64	65	66	67	69	74	74
CAPEX	-164	-165	-167	-169	-171	-173	-174	-176	-193	-193	-193
Kapitał obrotowy	-117	-62	-39	-40	-43	-45	-48	-52	-39	-59	-59
FCF	-199	290	306	328	339	346	355	365	343	387	387
PV FCF	-188	253	247	245	234	221	209	199	173	180	
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%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,5%
Zdyskontowana wartość FCF	4 494
Dług netto	370
Inne korekty	64
Wycena DCF na akcję (PLN)	29,18

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	28,20
DCF	50%	29,18
Cena wynikowa		28,99
Koszt kapitału 9M		6,0%
Cena docelowa za 9M		30,70

Jeronimo Martins kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Poprawa sprzedaży porównywalnej w sieci Biedronka nie zmniejsza tempa, pomimo efektu bazy. W 1Q'18 sieć poprawiła lfl o 8,6% (vs. 8,4% w 1Q'17). Wysoka poprawa efektywności sprzedaży została odnotowana w Pingo Doce (+6,4% lfl po wyłączeniu sprzedaży paliwa) oraz w Recheio (+3,6% lfl). Poprawa efektywności sprzedaży w sieci Biedronka pozwoliła na utrzymanie rentowności EBITDA sieci r/r na poziomie 6,8%, pomimo presji ze strony kosztów wynagrodzeń. Obniżenie rentowności EBITDA r/r nastąpiło w biznesie portugalskim (-0,5p.p. do 4,5% w 1Q'18), gdzie negatywny wpływ miały podwyżki płac w sieci Pingo Doce. Utrzymujące się koszty związane z rozwojem sieci Ara oraz Hebe (-24 mln EUR w 1Q'18 vs. -26 mln EUR w 1Q'17) również stanowią obciążenie dla wyniku EBITDA Grupy, który został poprawiony o 10,2% r/r do 211,5 mln EUR w 1Q'18. W 2018 roku sieć Biedronka będzie się koncentrowała na dalszej poprawie lfl poprzez stałe powiększanie oferty produktowej (oczekujemy przejściowego zmniejszenia dynamiki wyniku w 2Q'18 ze względu na efekt bazy). 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). Oczekujemy kontynuacji dynamicznego wzrostu sieci Ara w 2018 roku, co powinno w długim terminie zagwarantować wzrost wyników spółki.

Cena bieżąca

13,47 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

16,40 EUR

+21,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	16,40 EUR	2018-04-06

Podstawowe dane		JMT PL	vs. WIG	
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-1,5%	-0,4%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	-13,6%	-5,9%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	17,0 mln EUR	
MC (mln EUR)	8 476,6	Średni obrót 6M	13,8 mln EUR	
EV (mln EUR)	8 392,3	EV/EBITDA 12M fwd	8,3	-16,4%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	10,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	14 622	16 276	17 972	19 282	20 297
EBITDA	862	920	1 050	1 136	1 203
marża EBITDA	5,9%	5,7%	5,8%	5,9%	5,9%
EBIT	536	577	674	718	749
Zysk netto	593	386	465	498	520
P/E	14,3	22,0	18,2	17,0	16,3
P/BV	4,9	4,8	4,2	3,7	3,3
EV/EBITDA	9,8	9,3	8,0	7,2	6,6
DPS	0,28	0,63	0,31	0,37	0,40
DYield	2,1%	4,7%	2,3%	2,7%	2,9%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Biedronka (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Pingo Doce (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Recheio (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA Biedronka	704	805	893	945	973
EBITDA Pingo Doce	192	193	197	198	198
EBITDA Recheio	47	50	51	53	52
EBITDA Pozostałe	-79	-94	-92	-59	-20
CCC w dniach	-70	-67	-67	-67	-67
Przepływy oper.	843	896	1 071	1 099	1 116
Amortyzacja	326	343	376	418	454
Kapitał obrotowy	180	145	230	183	142
Przepływy inw.	-126	-660	-695	-710	-512
CAPEX	-433	-662	-695	-710	-512
Przepływy fin.	-504	-418	-243	-233	-249
Dywidenda/buyback	177	396	193	233	249
FCF	515	249	404	417	631
FCF/EBITDA	60%	27%	38%	37%	52%
CFO/EBITDA	98%	97%	102%	97%	93%

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
MBNS	21,3%	21,2%	21,5%	21,5%	21,5%
narzut SG&A	17,4%	17,6%	17,7%	17,7%	17,8%
Biedronka (s/mkw. r/r)	2,7%	9,3%	7,0%	2,7%	0,0%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	1,0%	0,8%	1,1%	0,4%	0,6%
Recheio (s/mkw. r/r)	5,0%	5,3%	2,1%	2,8%	-0,2%
Dług netto	-304	-159	-342	-499	-853
Dług netto/EBITDA (x)	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4	-0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	13,0	10,3	8,8	6,2	5,3	4,7
Maksimum	23,3	22,8	14,8	9,0	8,0	7,2
Mediana	16,8	13,8	12,3	7,5	6,7	6,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Biedronka (sklepy)	2 891	2 959	3 027	3 067	3 107	3 147	3 187	3 227	3 267	3 307	3 307
Pingo Doce (sklepy)	426	426	426	426	426	426	426	426	426	426	426
Ara (sklepy)	559	799	1 059	1 219	1 379	1 539	1 659	1 739	1 779	1 819	1 819
Przychody	17 972	19 282	20 297	21 199	21 902	22 535	23 115	23 608	24 014	24 390	24 390
EBITDA	1 050	1 136	1 203	1 272	1 357	1 389	1 415	1 442	1 465	1 485	1 485
marża EBITDA	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
EBIT	674	718	749	803	879	902	923	950	969	976	976
Podatek	181	193	201	216	237	243	248	256	261	263	263
CAPEX	-695	-710	-512	-460	-456	-452	-416	-381	-496	-509	-509
Kapitał obrotowy	230	183	142	126	98	88	81	69	57	53	53
FCF	404	417	631	722	763	783	831	874	765	766	780
PV FCF	380	362	507	535	523	495	485	471	381	352	
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	9 951
Dług netto	-159
Inne korekty	258
Wycena DCF na akcję (PLN)	15,66

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	15,21
DCF	50%	15,66
cena wynikowa		15,43
koszt kapitału 9M		6,2%
cena docelowa za 9M		16,40

LPP trzymaj (obniżona)

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. Pozytywne zmiany wprowadzone w kolekcjach poszczególnych marek spółki dalej wpływają na wyniki sprzedaży kolekcji wiosna-lato'18 (spółka poprawiła sprzedaż porównywalną liczoną w walutach lokalnych o 9,2% w 1Q'18). Nieznaczne obniżenie marży brutto na sprzedaży (-0,6p.p. r/r do 44,9% w 1Q'18) oraz wzrost kosztów SG&A/mkw. o 3,9% r/r, przełożyły się na pogorszenie wyniku EBIT do -115 mln PLN w 1Q'18 vs. -109 mln PLN w 1Q'17. Biorąc pod uwagę dobre przyjęcie kolekcji spółki (implikują to wysokie lfi w 1Q'18), niższy r/r koszt zakupu kolekcji oraz potencjalne zmniejszenie dynamiki wzrostu kosztów SG&A/mkw. r/r (tempo wzrostu w 1Q'18 było istotnie niższe niż w poprzednich kwartałach), oczekujemy dobrych wyników spółki w 2Q'18. Ze względu na wzrost kursu w ostatnim miesiącu obniżamy naszą rekomendację z akumuluj do trzymaj pozostawiając cenę docelową na poziomie 9500 PLN.

Cena bieżąca

9 260,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9 500,00 PLN

+2,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	9 500,00 PLN	2018-05-09	
poprzednia	akumuluj	9 500,00 PLN	2018-04-06	
Podstawowe dane			LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	+3,2%	+4,3%
ISIN	PLLPP0000011	Zmiana YTD	+3,9%	+11,6%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	21,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 153,4	Średni obrót 6M	21,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	16 481,2	EV/EBITDA 12M fwd	14,8	-1,0%
Free float	62,0%	EV/EBITDA 5Y avg	15,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	6 019	7 029	8 328	9 752	11 074
EBITDA	494	872	1 120	1 282	1 432
marża EBITDA	8,2%	12,4%	13,4%	13,1%	12,9%
EBIT	226	578	793	925	1 045
Zysk netto	175	441	645	758	862
P/E	97,2	38,9	26,6	22,6	19,9
P/BV	8,0	7,0	5,8	4,9	4,1
EV/EBITDA	34,7	19,3	14,7	12,5	10,8
DPS	32,66	35,71	72,07	107,01	123,97
DYield	0,4%	0,4%	0,8%	1,2%	1,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż det/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
Powierzchnia			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż/mkw (Polska)	585	665	752	828	908
Sprzedaż/mkw (Rosja)	534	589	613	627	626
Sprzedaż/mkw (Czechy)	545	649	700	716	730
Sprzedaż/mkw (Niemcy)	485	520	546	556	555
MBNS	48,7%	52,9%	54,0%	53,9%	53,8%
Przepływy oper.	718	893	951	1 038	1 171
Amortyzacja	267	293	327	357	387
Kapitał obrotowy	256	101	-31	-77	-77
Przepływy inw.	-181	-384	-463	-399	-405
CAPEX	-272	-442	-463	-399	-405
Przepływy fin.	-394	-360	-139	-402	-222
Dywidenda/buyback	60	66	132	196	228
FCF	444	358	435	587	712
FCF/EBITDA	90%	41%	39%	46%	50%
CFO/EBITDA	145%	102%	85%	81%	82%

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Powierzchnia (Polska)	497	516	537	564	587
Powierzchnia (Rosja)	170	201	227	263	298
Powierzchnia (Czechy)	43	43	45	49	53
Powierzchnia (Niemcy)	38	47	52	52	53
Środki pieniężne	366	515	863	1 100	1 646
Dług netto	144	-316	-672	-1 115	-1 654
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	-0,4	-0,6	-0,9	-1,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	14,9	14,5	14,0	7,9	7,6	7,2
Maksimum	23,1	20,8	18,8	16,2	13,1	11,3
Mediana	22,5	18,6	15,6	13,0	12,1	11,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż det/mkw.	661	706	733	756	772	780	777	775	772	831	831
SG&A/mkw.	295	316	329	337	342	347	346	346	347	375	375
Powierzchnia	1 097	1 205	1 312	1 417	1 532	1 650	1 779	1 921	2 077	1 935	1 935
Przychody	8 328	9 752	11 074	12 379	13 664	14 890	15 987	17 194	18 526	20 001	20 001
EBITDA	1 120	1 282	1 432	1 596	1 763	1 861	1 957	2 053	2 161	2 282	2 282
marża EBITDA	13,4%	13,1%	12,9%	12,9%	12,9%	12,5%	12,2%	11,9%	11,7%	11,4%	11,4%
EBIT	793	925	1 045	1 207	1 369	1 459	1 541	1 619	1 703	1 795	1 795
Podatek	152	176	199	229	260	277	293	308	324	341	341
CAPEX	-463	-399	-405	-407	-441	-454	-487	-525	-568	-617	-617
Kapitał obrotowy	70	120	117	107	105	100	90	99	109	121	121
FCF	435	587	712	853	957	1 030	1 087	1 121	1 159	1 202	1 232
PV FCF	435	541	605	668	690	685	666	633	604	577	
WACC	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	16 502
Dług netto	-316
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	9 100

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	8 200
DCF	50%	9 100
Cena wynikowa		8 920
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		9 500

TXM kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W 4Q'17 spółka kontynuowała wyprzedaż towarów, co przełożyło się na brak poprawy sprzedaży r/r (+0,3% r/r) oraz powinno mieć pozytywny wpływ na strukturę zapasu spółki. Wysoka aktywność promocyjna wpłynęła na obniżenie marży brutto na sprzedaży o 7,5p.p. r/r do 35,4% w 4Q'17. Zmiany organizacyjne wprowadzone przez nowy Zarząd wpłynęły w głównej mierze na wzrost kosztów SG&A/mkw. o 5,8% r/r w 4Q'17. W 2018 roku efekty zmian organizacyjnych powinny wpłynąć na obniżenie wskaźnika SG&A/mkw. Niesprzyjające warunki pogodowe niekorzystnie wpłynęły na dynamikę sprzedaży w 1Q'18 (+1% r/r). Ze względu na akcje wyprzedażowe oraz niską dynamikę sprzedaży w III'18, oczekujemy zmniejszenia rentowności sprzedaży o 0,5p.p. r/r do 39,8% w 1Q'18. Ze względu na optymalizację kosztów SG&A oczekujemy zmniejszenia wartości wskaźnika kosztów SG&A/mkw. o 2,1% r/r do 129 PLN (pierwsze zmniejszenie wskaźnika od 4Q'15). Biorąc powyższe pod uwagę oczekujemy nieznacznego poprawienia wyniku EBITDA r/r. 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'18, gdzie pozytywny wpływ na sprzedaż powinna mieć prowadzona modyfikacja oferty produktowej. Uważamy, że problem ze spadkiem efektywności sprzedaży w spółce jest przejściowy, a TXM ma nadal atrakcyjne perspektywy wzrostu w średnim terminie. Oczekujemy odwrócenia spadkowego trendu w dynamice wyników w 1H'18. Nieznacznie korygujemy nasze prognozy dla spółki i podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Polska (S)	340	326	376	400	417
Słowacja (S)	5	7	16	22	29
Rumunia (S)	17	45	69	79	85
Polska (s/mkw. r/r)	-3,5%	-14,1%	15,5%	4,5%	1,4%
Rumunia (s/mkw. r/r)	5,2%	-23,7%	34,3%	-0,1%	-5,9%
Przepływy oper.	3	47	115	188	225
Amortyzacja	6	6	7	7	8
Kapitał obrotowy	13	18	-10	-5	-4
Przepływy inw.	-33	-19	-13	-10	-9
CAPEX	-28	-19	-13	-10	-9
Przepływy fin.	-6	28	3	-10	-8
Dywidenda/buyback	-7	0	0	-5	-7
FCF	6	-25	-8	10	15
FCF/EBITDA	27%	104%	-50%	39%	45%
CFO/EBITDA	170%	40%	35%	76%	74%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż/mkw.	342	363	368	371	370	371	364	359	357	356	356
SG&A/mkw.	141	132	134	133	134	135	135	134	133	132	132
Powierzchnia	424	441	458	475	492	509	526	543	560	577	577
Przychody	446	493	523	550	572	595	607	622	641	660	673
EBITDA	15	27	33	34	34	36	35	34	36	36	37
marża EBITDA	3,4%	5,5%	6,3%	6,2%	5,9%	6,1%	5,8%	5,5%	5,7%	5,5%	5,5%
EBIT	8	20	25	26	25	27	26	26	27	28	29
Podatek	-1	2	5	5	5	5	5	5	5	5	5
CAPEX	-13	-10	-9	-14	-9	-9	-9	-9	-9	-8	-8
Kapitał obrotowy	10	5	4	3	3	3	2	2	3	2	2
FCF	-8	10	15	12	17	19	20	18	19	21	22
PV FCF	-7	9	12	9	12	12	11	10	9	9	9
WACC	7,5%	7,5%	7,8%	8,1%	8,6%	9,2%	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%

Cena bieżąca

2,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,44 PLN

+159,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	5,44 PLN	2018-05-09
poprzednia	kupuj	5,41 PLN	2018-02-02
Podstawowe dane		TXM PW	vs. WIG
Ticker	TXM PW	Zmiana 1M	-11,0% -9,9%
ISIN	PLTXM0000015	Zmiana YTD	-58,0% -50,3%
Liczba akcji (mln)	33,4	Średni obrót 1M	0,02 mln PLN
MC (mln PLN)	70,2	Średni obrót 6M	0,03 mln PLN
EV (mln PLN)	116,1	EV/EBITDA 12M fwd	7,5 +19,0%
Free float	21,4%	EV/EBITDA 5Y avg	6,3 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	379	388	446	493	523
EBITDA	22,9	-24,5	15,1	26,9	33,0
marża EBITDA	6,0%	-6,3%	3,4%	5,5%	6,3%
EBIT	16,6	-30,5	8,2	19,7	25,3
Zysk netto	11,7	-36,2	5,9	15,3	19,9
P/E	6,0	-	11,9	4,6	3,5
P/BV	1,1	1,4	1,3	1,1	0,9
EV/EBITDA	4,2	-	7,7	4,2	3,2
DPS	0,21	0,00	0,06	0,16	0,21
DYield	10,0%	0,0%	2,9%	7,6%	9,9%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		-4,5%	-5,0%	-5,3%	
Zysk netto		-0,4%	-4,5%	-5,1%	
Sprzedaż/mkw.		-4,2 p.p.	+2,8 p.p.	-0,0 p.p.	
SG&A/mkw.		-3,8 p.p.	+2,6 p.p.	+0,1 p.p.	
Powierzchnia		-0,8%	-0,7%	-0,7%	

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Cykl konwersji zapasów	80	86	84	85	87
Cykl konwersji należności	22	4	4	4	4
Cykl konwersji zobowiązań	66	72	64	63	63
Cykl konwersji gotówki	36	18	25	26	27
MBNS	42,0%	38,6%	41,0%	41,7%	41,7%
Dług netto	26	35	44	39	32
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	-1,4	2,9	1,5	1,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	8,8	8,4	8,0	2,9	3,0	2,7
Maksimum	26,0	19,7	16,9	13,6	12,0	10,6
Mediana	14,4	12,4	13,3	7,8	7,2	7,1
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	216
Dług netto	42
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	5,19

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	4,96
DCF	50%	5,19
cena wynikowa		5,08
koszt kapitału 9M		7,1%
cena docelowa za 9M		5,44

Inne PBKM trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Notowania PBKM w ciągu ostatniego miesiąca były zgodne z szerokim rynkiem. W 1Q'18 spodziewamy się umiarkowanego wzrostu. Przy stabilnej liczbie próbek R/R, przychody z pozyskiwania próbek będą podobne R/R, natomiast wzrost obrotów z przechowywania przełoży się na wyższą R/R EBITDA o 10%. Nasza prognoza rzędu 50,7 mln PLN na linię EBITDA jest niezagrażona. W kwietniu PBKM ogłosił przekroczenie progu 3% w akcjonariacie niemieckiego podmiotu Vita34. Jesteśmy rozczarowani wielkością transakcji. Od momentu ogłoszenia kurs Vita34 zyskał >20%, co podniosło i tak już bardzo wysokie wskaźniki wyceny (EV/EBITDA'17 w momencie ogłoszenia = ok. 33x). Skala całego podmiotu to obecnie 69 mln EUR (vs. 83 mln PBKM). Przejęcie tak dużego podmiotu niegenerującego wysokich wyników jest naszym zdaniem obciążone dużym ryzykiem. Preferowalibyśmy przejmowanie mniejszych spółek, tak by nie obciążać zbytnio bilansu PBKM. Obecnie mamy neutralne podejście do PBKM. Informacje o zakupie pakietu w Vita34 nie dostarcza nam powodów do optymizmu.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Liczba nowych próbek (tys.)	18,9	20,1	21,1	21,9	22,5
Przychód/nowa próbka	5,13	5,32	5,48	5,62	5,77
Liczba próbek ogółem (tys.)	127,7	146,8	166,7	187,3	0,0
Przychody	128,3	147,1	161,0	173,4	185,1
Koszt własny sprzedaży	50,2	56,2	60,9	65,6	69,7
ZBNS	78,1	90,9	100,1	107,8	115,4
marża	60,9%	61,8%	62,1%	62,2%	62,3%
Koszty sprzedaży	28,0	31,4	33,8	35,6	37,1
Koszty ogólnego zarządu	20,5	20,5	21,3	22,4	24,1
Poz. dział. operacyjna	0,4	2,2	0,4	0,0	0,0
EBIT	29,9	41,2	45,3	49,8	54,1
Amortyzacja	4,1	4,8	5,3	5,5	5,7
EBITDA	34,1	46,0	50,7	55,3	59,8
marża	26,6%	31,3%	31,5%	31,9%	32,3%
Zysk netto	22,1	30,6	33,9	37,4	40,6

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
EBIT gotówkowy	23,0	25,4	28,8	29,5	30,2	31,0	31,8	32,6	33,4	34,2	35,1
Opodatkowanie EBIT	3,9	4,5	5,3	5,4	5,5	5,7	5,8	5,9	6,1	6,2	6,4
NOPLAT	19,1	20,9	23,5	24,1	24,7	25,3	26,0	26,6	27,3	28,0	28,7
Amortyzacja	5,3	5,5	5,7	6,1	6,3	6,4	6,6	6,7	6,9	7,1	7,3
CAPEX	-8,0	-7,9	-8,2	-6,1	-6,3	-6,4	-6,6	-6,7	-6,9	-7,1	-7,3
Kapitał obrotowy	-3,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1
FCF	13,3	16,2	18,5	21,5	22,1	22,6	23,2	23,8	24,4	25,0	25,6
PV FCF	12,5	14,1	14,8	15,9	15,0	14,2	13,4	12,6	11,9	11,3	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Koszt kapitału wł.	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Model DDM

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Dywidendy	13,0	17,0	18,7	20,2	20,9	21,4	21,9	22,5	23,0	24,2	24,8
PV dywidend	12,2	14,7	14,9	14,9	14,2	13,4	12,6	11,9	11,3	182,2	
Koszt kapitału wł.	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

76,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

76,83 PLN

+1,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	76,83 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			BKM PW	vs. WIG
Ticker	BKM PW	Zmiana 1M	-1,3%	-0,1%
ISIN	PLPBKM000012	Zmiana YTD	+8,6%	+16,2%
Liczba akcji (mln)	5,0	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	377,8	Średni obrót 6M		0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	374,3	EV/EBITDA 12M fwd	6,3	+4,0%
Free float	48,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	128,3	147,1	161,0	173,4	185,1
EBITDA	34,1	46,0	50,7	55,3	59,8
marża EBITDA	26,6%	31,3%	31,5%	31,9%	32,3%
EBIT	29,9	41,2	45,3	49,8	54,1
Zysk netto	22,1	30,6	33,9	37,4	40,6
P/E	17,1	12,3	11,1	10,1	9,3
P/BV	6,8	4,8	3,8	3,2	2,7
EV/EBITDA	11,1	8,1	7,4	6,8	6,3
DPS	1,41	1,56	2,62	3,41	3,76
DYield	1,9%	2,0%	3,4%	4,5%	4,9%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	14,0	19,7	21,3	24,1	26,7
CFO/EBITDA	41%	43%	42%	44%	45%
Capex	-9,4	-6,5	-8,0	-7,9	-8,2
Aktywa ogółem	163,5	190,5	221,2	252,9	286,3
Kapitał własny	55,6	78,4	99,4	119,7	141,7
Dług netto	-0,3	-1,3	-4,5	-3,2	-2,4
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0

Analiza porównawcza

	EV / EBITDA			FCF / EV		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
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%
Zdyskontowana wartość FCF	328,1
Dług netto i inne korekty	-1,3
Wycena DCF na akcję (PLN)	66,26

Podsumowanie DDM

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost DIV po prognozie	2,5%
Wycena DDM na akcję (PLN)	62,96

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	83,20
DDM	33%	62,96
DCF	33%	70,48
Cena wynikowa		72,23
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		76,83

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 9 maja 2018 o godzinie 8:47.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 9 maja 2018 o godzinie 8:47.

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, PBKM, Pemug, Polimex-Mostostal, 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, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PBKM, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, 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, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOS, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energa, Energoapartura, 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, 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, Rawplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnyti, 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 prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Asseco SEE, Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, PBKM, 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, Synthos, Tata Chemicals, Tessenderlo Chemie, Tronox, Wacker Chemie
Comarch	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Cyfrowy Polsat	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Swisscom, Talktalk Telecom, TDC, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpelcom, Vodafone Group
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 Shenhua, 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 Oil 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, Vilmarin, West Fraser
Synthos	Apar Industries, Ashi Kasei, BASF, Dow Chemical, Grand Pacific, Kumcho PetroChemical, Lanxess, Polyone, Synthomer, Trinseo, TSRC, UBE Industries, ZEON
TXM	Brown Group, Bytom, Citi Trends, Duluth, Express, Giordano, Monnari, Premier Inv, The Buckle, Vistula
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Priceline Group, Yahoo!, Yandex



Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy

Agora

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-01-26	2017-11-23	2017-10-02	2017-07-25
cena docelowa (PLN)	18,40	18,90	18,00	18,80	18,80
kurs z dnia rekomendacji	14,50	13,15	15,20	17,10	15,28

Ailleron

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	16,20	17,60	18,73

Alor Bank

rekomendacja	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-01	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	109,00	90,00
kurs z dnia rekomendacji	85,50	78,10

Alumetal

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-07-31
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	46,99

Amica

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

AmRest

rekomendacja	redukuj	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	426,00	407,00	422,00	422,00
kurs z dnia rekomendacji	449,50	425,00	403,00	357,00

Apator

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-02-28	2017-07-31
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	24,00	31,29

Archicom

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-04-26	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	15,30	15,75

Asseco BS

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	28,00	28,90	26,29

Asseco Poland

rekomendacja	redukuj	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj
data wydania	2018-03-27	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20
cena docelowa (PLN)	41,20	44,00	44,80	44,80	44,00	44,80
kurs z dnia rekomendacji	45,20	45,62	44,47	47,00	44,54	47,23

Asseco SEE

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-04-26	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	11,70	12,95	13,25	11,45

Atal

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	47,00	49,20	45,00	44,10
kurs z dnia rekomendacji	43,40	42,40	40,40	40,00

Atende

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,25	4,85	4,46

BBI Development

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-04-26	2018-02-02	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,66	0,70	0,73

Boryszew

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

Budimex

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-07-24	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	234,00	246,00	267,00	238,40
kurs z dnia rekomendacji	215,00	197,80	229,50	275,65

Bytom

rekomendacja	przeważa	równoważ	przeważa
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	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	8,35	8,42
kurs z dnia rekomendacji	5,95	5,95

CCC

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	295,00	295,00	286,00	295,00	292,00	292,00	308,00	294,00
kurs z dnia rekomendacji	255,60	257,40	243,00	281,00	293,00	239,85	276,00	262,20

CD Projekt

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	90,80	90,00	74,34	59,90
kurs z dnia rekomendacji	114,90	115,00	116,25	83,40

CEZ

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27
cena docelowa (CZK)	449,51	449,51	506,40	532,50	548,60	512,33	512,33	468,78	453,01
kurs z dnia rekomendacji	567,00	519,50	495,00	530,00	490,70	481,30	441,30	416,00	399,00

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	89,71	85,40	85,87	90,13	79,54	77,07	82,00
kurs z dnia rekomendacji	55,00	57,00	55,90	61,25	65,16	62,73	69,69

Comarch

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	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	166,50	166,50	180,00	205,00	185,00	195,00	195,00	205,00
kurs z dnia rekomendacji	145,00	131,50	155,00	177,00	178,30	163,50	178,50	195,00	223,00

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-31	2017-11-03	2017-08-29
cena docelowa (PLN)	25,30	24,90	25,70	24,40	24,40
kurs z dnia rekomendacji	24,84	22,80	24,70	24,58	27,80

Dino

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-05-09	2018-04-04	2018-02-02	2018-01-18
cena docelowa (PLN)	103,50	103,50	95,40	95,40
kurs z dnia rekomendacji	96,65	85,10	85,00	80,00

Dom Development

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-03-20	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-05-12
cena docelowa (PLN)	103,10	103,00	101,10	81,70	81,70
kurs z dnia rekomendacji	85,80	82,00	82,25	76,10	70,20

Echo

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-03
cena docelowa (PLN)	5,63	6,31	6,42	6,64	6,64
kurs z dnia rekomendacji	5,23	5,05	5,19	5,21	6,26

Elektrobudowa

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	116,00	113,00	134,00	146,00
kurs z dnia rekomendacji	96,40	81,20	109,50	120,55

Elektrotim

rekomendacja	przeważa	niedoważa	równoważ
data wydania	2017-11-16	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,61	9,76	11,98

Elemental

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-04-27	2017-08-31
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,09	2,55

Enea

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	11,78	12,11	12,98	12,82	12,82	14,59	15,23	12,60
kurs z dnia rekomendacji	9,10	10,36	11,07	12,19	11,89	14,80	15,25	13,14



Energa

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	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)	14,91	14,71	15,20	14,97	14,81	14,49	13,50	13,20	10,71
kurs z dnia rekomendacji	9,96	10,11	12,21	12,60	12,09	13,40	13,64	11,65	10,87

Erbud

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2017-12-15	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	23,10	29,60	29,40	28,70	29,80	31,30	33,50
kurs z dnia rekomendacji	19,40	21,60	21,30	20,60	24,70	26,00	31,50

Ergis

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-04-27	2018-01-29
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,06	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	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	30,70	31,10	32,30	38,30	44,30	47,60
kurs z dnia rekomendacji	24,41	21,99	26,04	27,48	38,62	39,14

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01	2017-07-20
cena docelowa (PLN)	6,95	7,06	7,28	7,29	7,24	6,84	6,95
kurs z dnia rekomendacji	5,94	6,04	6,10	6,20	6,18	5,81	5,84

Forte

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-04-27	2018-02-02	2018-01-29	2017-08-31
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	50,70	43,00	49,10	74,02

GetBack

rekomendacja	zawieszona	kupuj
data wydania	2018-04-16	2017-11-30
cena docelowa (PLN)	-	33,38
kurs z dnia rekomendacji	4,52	23,00

Getin Noble Bank

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	sprzedaż	sprzedaż	trzymaj
data wydania	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-01	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	1,40	1,50	1,50	1,27	1,27
kurs z dnia rekomendacji	1,17	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	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-05-09	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)	60,99	67,13	73,42	73,64	78,52	80,77	69,60	74,30	74,30	74,30	73,90
kurs z dnia rekomendacji	51,10	56,55	72,00	74,40	71,30	79,80	68,90	72,08	63,30	67,50	63,01

GTC

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-08-02
cena docelowa (PLN)	9,60	9,70	9,70	10,00	9,59
kurs z dnia rekomendacji	9,39	8,64	9,67	9,90	9,62

Handlowy

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-01	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	94,00	94,00	85,00
kurs z dnia rekomendacji	77,50	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	sprzedaż
data wydania	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01
cena docelowa (PLN)	212,00	212,00	152,39
kurs z dnia rekomendacji	198,00	220,00	203,00

Jeronimo Martins

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08
cena docelowa (EUR)	16,40	16,90	16,90	17,10	17,10	17,10	16,90
kurs z dnia rekomendacji	14,90	15,17	17,12	16,50	15,85	16,76	17,09

JSW

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	109,12	108,14	120,71	122,30
kurs z dnia rekomendacji	79,32	86,78	92,80	101,00

JWC

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-03-29	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,16	4,41

Kernel

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	53,04	53,46	53,47	57,20	58,70	71,74	73,90
kurs z dnia rekomendacji	50,80	48,80	50,90	47,51	48,25	60,70	68,33

Grupa Kęty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	363,01	357,21	379,66	391,41	390,72	414,09
kurs z dnia rekomendacji	353,00	346,00	352,50	385,00	408,00	402,10

KGHM

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-05-09	2018-04-04	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
cena docelowa (PLN)	118,98	115,43	122,81	128,62	114,71	103,08	103,08	124,12	130,96	132,22	132,22
kurs z dnia rekomendacji	92,50	88,00	102,50	111,50	113,10	100,00	114,25	117,40	126,10	121,00	110,65

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	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-26
cena docelowa (PLN)	3,50	3,74	3,54
kurs z dnia rekomendacji	2,70	3,10	2,69

Lokum Deweloper

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-03-29	2018-01-25	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,80	18,00	16,30

Lotos

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-29	2017-10-03	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	52,81	51,73	51,08	52,67	51,53	51,53	51,61	51,61	48,25
kurs z dnia rekomendacji	55,62	54,60	56,30	57,78	58,48	61,66	66,37	59,75	58,86

LPP

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-20
cena docelowa (PLN)	9500,00	9500,00	9500,00	9400,00	9900,00	8200,00	8400,00	8800,00	7400,00
kurs z dnia rekomendacji	9 260,00	8 900,00	8 620,00	9 790,00	9 990,00	8 173,95	8 172,05	8 696,65	6 700,00

Mangata

rekomendacja	niedoważaj
data wydania	2018-03-29
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	95,60

Millennium

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-01	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	7,00	7,00	5,81
kurs z dnia rekomendacji	8,35	9,59	7,06

MOL

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (HUF)	2954,00	2898,00	3027,00	3152,00	3104,00	3077,00	2865,00
kurs z dnia rekomendacji	2 790,00	2 864,00	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	sprzedaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	4,30	4,60	4,00
kurs z dnia rekomendacji	5,27	5,30	3,90

Orange Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2017-12-12	2017-06-30
cena docelowa (PLN)	7,60	7,30	7,10
kurs z dnia rekomendacji	5,83	5,39	5,15

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	równoważ
data wydania	2018-03-29	2018-02-28	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	22,30	23,30	24,00

PBKM

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	76,83	76,00	71,00	71,00	66,30	63,90
kurs z dnia rekomendacji	77,00	73,00	69,60	63,00	63,00	54,50

Prime Car Management

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	33,00	35,30
kurs z dnia rekomendacji	23,60	28,80

Pekao

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-02-01	2017-07-18	2017-07-03
cena docelowa (PLN)	157,00	145,42	137,42
kurs z dnia rekomendacji	135,90	131,25	124,80

Pfleiderer Group

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-04-27	2017-11-08
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	37,30	36,65

PGE

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	12,89	12,61	13,30	13,20	13,61	14,98	14,46	14,46
kurs z dnia rekomendacji	9,81	10,28	11,87	11,93	13,30	14,27	13,29	12,29

PGNiG

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02
cena docelowa (PLN)	8,17	7,96	7,51	7,65	7,73	7,73	7,73	7,57	7,25
kurs z dnia rekomendacji	6,20	5,71	5,98	6,58	6,03	6,63	6,79	6,83	6,75

PKN Orlen

rekomendacja	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	76,73	76,89	80,55	82,84	81,80	86,55	81,50
kurs z dnia rekomendacji	82,30	89,52	95,20	107,90	121,60	121,70	117,90

PKO BP

rekomendacja	trzymaj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01
cena docelowa (PLN)	38,00	38,00	38,00	31,20
kurs z dnia rekomendacji	39,74	42,20	45,66	42,30

Play

rekomendacja	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	30,93	34,70
kurs z dnia rekomendacji	32,70	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	kupuj
data wydania	2018-05-09	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	16,69	18,80	20,56	20,53
kurs z dnia rekomendacji	7,80	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	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-04-03	2018-03-29	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,32	1,32	1,45

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	kupuj
data wydania	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02	2017-09-01	2017-07-17
cena docelowa (PLN)	26,48	27,72	28,37	28,94	30,50
kurs z dnia rekomendacji	14,75	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	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	2,73	2,98	3,38	3,23	3,64	3,89	3,67
kurs z dnia rekomendacji	2,38	2,69	3,08	3,10	3,75	3,92	3,65

Torpol

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,50	7,98	8,16	8,55	10,93	12,05

Trakcja

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,75	7,24	7,56	7,69	10,30	12,80

TXM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-05-09	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-08
cena docelowa (PLN)	5,44	5,41	5,74	5,77	6,10	6,25
kurs z dnia rekomendacji	2,10	2,36	2,02	1,99	2,97	4,00

Ulma

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-03-29	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	66,50	73,90

Unibep

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	10,10	10,80	10,80	14,00	15,40
kurs z dnia rekomendacji	7,50	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	przeważaj
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,25	2,24	1,98

Wirtualna Polska

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-04-24	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	60,00	56,40	56,10	53,00	53,00	53,00
kurs z dnia rekomendacji	54,00	52,20	51,80	48,20	43,00	47,89

ZUE

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,12	6,18	6,44	6,89	9,20

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