

środa, 6 czerwca 2018 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: czerwiec 2018

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

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

Ze spółek

Finanse

Wyniki za 1Q'18 okazały się lepsze od oczekiwań i potencjał do obniżki konsensusu dla całego sektora bankowego jest obecnie niższy. Szczególnie w kontekście wyników za 1Q pozytywnie postrzegamy Alior Bank i Bank Handlowy, gdzie konsensus prognoz całorocznych ma szansę na wzrost. Ponadto, ostatnia przecena sektora bankowego w całej Europie spowodowała, że inwestycja w walory OTP czy EBS jest znowu atrakcyjna.

Chemia

Naszym faworytem z branży chemicznej pozostaje Ciech. Grupa Azoty ma w czerwcu szansę na techniczne odbicie po istotnych spadkach w maju.

Paliwa

Podtrzymujemy negatywny scenariusz dla sektora downstream z uwagi na drogą ropę i perspektywę nowych mocy. Po spadku marż rafineryjnych, teraz dość dynamicznie postępuje pogorszenie w petrochemii (szczególnie na polietylenie). Alternatywą dla rafinerii pozostaje PGN (ceny węglowodorów, perspektywa rozstrzygnięcia arbitrażu).

Energetyka

Indeks WIG-Energia odbił się od dna, ale dostrzegamy potencjał do kontynuacji wzrostów w kontekście tendencji na rentowności w wytwarzaniu i perspektywy rozstrzygnięć ws. rynku mocy. Podtrzymujemy negatywną rekomendację dla CEZ, który jest drogi na tle europejskiej konkurencji.

Telekomunikacja, media, IT

W czerwcu'18 spodziewamy się wzrostów OPL, wśród spółek mediowych pozytywne podejścia mamy zarówno do AGO, jak i WPL (AGO większy potencjał wzrostowy). Podwyższamy zalecenie dla ACP do trzymaj. Wśród spółek o mniejszej kapitalizacji najciekawiej prezentują się ATD i ASE.

Przemysł, metale

Baza wyników w 2Q'18 w spółkach przemysłowych znacząco się obniża (możliwe zaskoczenia pozytywne). Osłabienie PLN do EUR pozytywnie przekłada się na rentowność eksporterów. W czerwcu KGHM korzysta na trwających negocjacjach płacowych w kopalni Escondida. Z kolei JSW jest praktycznie największym na GPW beneficjentem osłabienia PLN do USD.

Budownictwo

W 2Q i 3Q widzimy ryzyko dalszego wzrostu zadłużenia spółek budowlanych oraz negatywnych zaskoczeń na wynikach. Uważamy, że kursy wybranych spółek spadły zbyt mocno (ERB, UNI), lecz przy obecnym otoczeniu w sektorze zalecamy niską alokację w akcje spółek budowlanych.

Deweloperzy

Wciąż zalecamy przeważanie deweloperów, preferując spółki z wysoką dywidendą i jakością działalności operacyjnej. Sześć preferowanych przez nas spółek jest wycenionych na P/E'18=7,0x, oferuje DYield = 8,9% oraz dalszą poprawę tych parametrów w 2019 roku.

Handel

Częściowe przesunięcie popytu z III'18 na IV'18 powinno wspierać wyniki kwartalne spółek odzieżowych i obuwniczych w 2Q. Uważamy, że największy potencjał do wzrostu w VI prezentują akcje JMT, TXM, VST, BTM, MON.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: AGO, AMC, BTM, CCC, CIE, CMR, DOM, ECH, ENA, ENG, FMF, JMT, JSW, KGH, LCC, OPL, PGE, PFL, PGN, POZ, STL, TPE, UNI, WPL, VST

Negatywne: CEZ, EAT, MNG, PKN, URS

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	59 090	+0,3%	-7%
ATX	3 268	-4,6%	-3%
BUX	36 678	-3,3%	-7%
PX	1 073	-1,5%	+3%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 256	+1,1%	-8%
mWIG40	4 518	-0,3%	-5%
sWIG80	13 638	-2,6%	-6%
Banki	7 715	-0,2%	-9%
Budownictwo	2 335	-10,0%	-17%
Chemia	12 408	-1,6%	-19%
Energia	2 475	-1,6%	-17%
Górnictwo	3 860	+5,4%	-12%
Informatyka	2 014	+2,5%	-1%
Media	5 152	+0,4%	+8%
Nieruchomości	2 169	-1,2%	-1%
Odzież	7 231	-2,2%	-4%
Paliwa	6 212	+2,5%	-13%
Spożywczy	3 780	+0,2%	+4%
Telekomunikacja	696	-3,7%	-7%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
Mostostal Zabrze	0,29	+81,3%	-55%
Braster	5,68	+42,0%	-18%
11 bit studios	483,50	+39,3%	+144%
CD Projekt	157,00	+25,7%	+62%
Lokum Dew.	18,50	+12,8%	+11%
TXM	1,30	-40,4%	-46%
Idea Bank	6,90	-40,5%	-70%
PCM	12,70	-40,9%	-56%
Work Service	1,91	-47,7%	-55%
Trakcja	3,00	-51,2%	-59%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Amica	przeważaj ►	-
Asseco Poland	trzymaj ▲	41,20 PLN ►
Budimex	trzymaj ▼	163,00 PLN ▼
CCC	kupuj ▲	295,00 PLN ►
Ciech	kupuj ►	88,64 PLN ▼
Dino	trzymaj ▼	103,50 PLN ►
Elektrobudowa	trzymaj ▼	71,00 PLN ▼
Erbud	kupuj ▲	22,00 PLN ▼
Erste Bank	akumuluj ▲	40,00 EUR ►
Grupa Kęty	trzymaj ►	371,08 PLN ▲
Jeronimo Martins	kupuj ▲	16,40 EUR ►
JSW	kupuj ►	115,23 PLN ▲
KGHM	kupuj ►	112,92 PLN ▼
Netia	redukuj ▲	4,30 PLN ►
OTP Bank	kupuj ▲	12090 HUF ►
PBKM	trzymaj ►	76,26 PLN ▼
PCM	kupuj ►	15,54 PLN ▼

Spis treści

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

Rynek akcji

Wbrew naszym oczekiwaniom maj okazał się słabym miesiącem dla GPW (WIG20 -5,9% m/m). Skala umocnienia USD była większa niż pierwotnie zakładaliśmy, co negatywnie wpłynęło na zachowanie indeksów na rynkach wschodzących (MSCI EM -2,6% m/m). Negatywnie na WIG wpłynęły również majowe zmiany w składzie indeksu MSCI EM. Dodatkowo, niepewna sytuacja polityczna/gospodarcza we Włoszech/Turcji, a w konsekwencji eksplozja rentowności obligacji skarbowych w połączeniu ze słabszymi odczytami makro ze Strefy były powodem gorszego zachowania europejskich indeksów (CAC -3,5%, FTSE MIB -9,4%, DAX -0,1%). Pomimo turbulencji na rynku europejskim pozytywny sentyment utrzymywał się na giełdzie amerykańskiej (S&P500 +2,2%, NASDAQ +5,5%), gdzie inwestorów wspiera nadal solidne momentum makro, dobre wyniki spółek oraz skupy akcji własnych.

W krótkim terminie (w kolejnych tygodniach) oczekujemy, że otoczenie dla rynku akcji poprawi się m.in. za sprawą chwilowej stabilizacji sytuacji we Włoszech, poprawiającego się momentum makro w Strefie oraz stabilizacji kursu USD (odreagowanie na EM). Po spadkach z ostatnich tygodni oraz biorąc pod uwagę momentum wynikowe (będzie się poprawiać) uważamy, że główne sektory z WIG20 stanowią atrakcyjną opcję inwestycyjną.

Europie pomoże słabsze EUR

W poprzednim raporcie miesięcznym wskazywaliśmy, że osłabienie EUR wpłynie pozytywnie na wskaźniki wyprzedzające w Strefie, co się jednak nie wydarzyło. Zagregowany wskaźnik dla całej Strefy spadł z poziomu 55,1 do 54,1 pkt. Wskaźnik dla przemysłu obniżył się z 56,2 do 55,5 pkt (dotyczy głównie nowych zamówień, produkcji i zatrudnienia), a w usługach z 54,7 do 53,9 pkt. W przemyśle nadal odczuwalne są ograniczenia po stronie podaży (wydłużony czas dostaw, zaległości produkcyjne), ale może również niepokoić spadek subindeksu zamówień eksportowych. Na czerwcowe odczyty może negatywnie wpływać sytuacja polityczna we Włoszech, chociaż naszym zdaniem raczej obniży ona oczekiwania na kolejne odczyty. Słabszy wynik zostanie odebrany jako zgodny z oczekiwaniami, tj. obciążony ryzykiem ponownych wyborów, wzrostu rentowności obligacji, a w dłuższej perspektywie wyjściem Włoch ze Strefy. Z drugiej strony, obniżone oczekiwania zwiększają prawdopodobieństwo pozytywnego zaskoczenia, co naszym zdaniem warto obstawić zwiększając alokację w akcje. Słabsze EUR przełoży się na lepsze wyniki europejskich eksporterów (w ograniczonym stopniu za 2Q, ale znacząco w 2H), co powinno szczególnie pozytywnie wpływać na zachowanie DAXa. Turbulencje mogą powrócić na rynki wczesną jesienią jeżeli ECB, zgodnie z oczekiwaniami, we wrześniu ogłosi zakończenie/zmniejszenie QE (obecnie skup za kwotę 30 mld EUR miesięcznie). Każde kolejne ryzyko niestabilności Strefy bez wsparcia ECB na rynku długu będzie oznaczało na giełdach powtórkę z końca maja, tylko w większej skali.

GPW – zdana na globalne przepływy kapitału nadal outsiderem

GPW nadal pozostaje pod wpływem globalnego przepływu kapitału na rynki wschodzące, przy słabym komponencie krajowego popytu. Według ostatnich dostępnych danych IZFA, w kwietniu z funduszy akcyjnych i mieszanych odpłynęło łącznie 376,5 mln PLN, co oznacza odpływ netto za ostatnie 12 miesięcy na poziomie 2,8 mld PLN. Nie mamy dokładnych danych dotyczących transferów z OFE do ZUS w ramach suwaka. Według szacunków IGTE (Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych) w br. OFE przekazał do ZUS 9,5 mld PLN, co daje średniomiesięczną kwotę 791 mln PLN. ZUS do maja przekazał do OFE składki na łączną kwotę 1,36 mld PLN. Oznacza to, że odpływy netto z OFE miesięcznie wynoszą ok. 520 mln PLN (6,2 mld PLN w skali roku). Wprowadzenie PPK odsuwa się w czasie (ostatnia zapowiedź to połowa 2019 roku). W ostatnim miesiącu fundusze ETF dedykowane na rynki wschodzące straciły 2,46 mld USD (odpływy netto, -1,0% AUM), w porównaniu z -4,2 mld USD (-4,5%) w przypadku funduszy na Strefę euro i +30,5 mld USD na USA (+1,4%).

Naszym zdaniem, spadek ryzyka politycznego w Europie – przynajmniej na kilka tygodni – powinien nieco umocnić EUR lub przynajmniej zatrzymać trend aprecjacji USD. Biorąc pod uwagę skalę umocnienia USD i sytuację gospodarczą w takich krajach jak Turcja czy Argentyna uważamy, że korekta spadkowa na EM świadczy raczej o sile rynku.

Argumentem za wzrostami na GPW jest również analiza głównych sektorów z WIG20. Przypominamy, że prognozowane P/E dla WIG20 na koniec 2019 roku to 10,5x – historycznie i w relacji do MSCI EM (11,2x) to niski poziom. Uważamy, że zarówno spółki energetyczne, jak i banki wchodzą w okres kiedy poprawiają wyniki, a w efekcie i negatywny sentyment do spółek zaczyna się poprawiać. W pierwszym przypadku sektor kończy właśnie okres wieloletnich wysokich nakładów inwestycyjnych, kolejnych dużych projektów nie ma na razie przygotowanych, co oznacza znaczącą poprawę FCF w kolejnych kilku latach. Dodatkowo, wzrost cen energii będzie przekładał się na wzrost wyników wyższy niż zakłada dziś konsensus rynkowy na przyszły rok (szczegółowo opisaliśmy to w raporcie analitycznym *Energetyka* z 29 maja). Z kolei banki mają za sobą najgorszy kwartał w roku (od 2Q wzrost q/q), który dzięki wyższym wolumenom kredytów ostatecznie okazał się nieco lepszy niż zakładaliśmy. Za bankami przemawia również relatywnie niski poziom wycen. Wreszcie sektor wydobywczy jest beneficjentem silnego popytu na surowce w światowej gospodarce – również ze strony Chin (poprawa momentum makro). Spółki reprezentujące wymienione sektory stanowią 65% składu WIG20.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Obecnie widzimy już 14% 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%. Wątpliwości odnośnie fuzji powinny zostać rozwiane do końca czerwca. 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 spowodują 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. Z drugiej strony BZ WBK chce wypłacić rekordowo wysoką dywidendę, która może sięgnąć nawet 23 PLN / akcję.
- Ostatnia przecena stwarza też okazję inwestycyjną w bankach zagranicznych. Uważamy, że w przypadku OTP i KOMB konsensus prognoz na cały rok jest za niski. Ponadto sprzyjająca sytuacja makroekonomiczna stwarza potencjał do dalszych pozytywnych zaskoczeń w Erste Banku, który notuje rekordowo niski poziom salda rezerw.
- **Kluczowe rekomendacje:** Alior Bank (kupuj), Komerční Banka (kupuj), PZU (kupuj), Bank Millennium (redukuj).

Chemia

- Indeksy MSCI Chemicals dla Europy praktycznie nie zmieniły swojej wartości w maju i są notowane blisko swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Indeks WIG-Chemia podążał za spadkiem notowań Grupy Azoty 50% udziału w indeksie). Polskim spółkom chemicznym pomaga obserwowane w ostatnich dwóch miesiącach osłabienie PLN do USD. Z drugiej strony presję na wyniki wywierają rosnące ceny surowców energetycznych.
- Mimo znaczącej przeceny Grupy Azoty pozostajemy ostrożni odnośnie inwestycji w akcje z uwagi na oczekiwany dalszy spadek wyników w 2Q'18 oraz 3Q'18 oraz perspektywę ujemnych FCF w czterech kolejnych latach (program inwestycyjny).
- Najbardziej atrakcyjny wydaje nam się Ciech (możliwy Dyield'18 12%), wyhamowanie spadku wyników w 2018 roku, atrakcyjna wycena na tle innych spółek.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj).

Paliwa

- „Miękki” komunikat Rosji i Arabii Saudyjskiej o możliwości zwiększenie kwot produkcyjnych w przyszłości stał się katalizatorem do przeceny na rynku ropy, aczkolwiek nie wydaje się, aby była to zapowiedź szybkich działań ze strony kartelu. Szczególnie, że o ostatnim spotkaniu części krajów OPEC podkreślano konieczność dużych inwestycji dla zapewnienia odpowiedniej podaży surowca. Nadal też trudno oszacować wpływ zamieszania wokół przywróconych sankcji na Iran. W tym kontekście znaczne

spadki liczby spekulacyjnych pozycji z ostatnich tygodni (zarówno na WTI jak i Brent jesteśmy poniżej 12-miesięcznych średnich) mogą wskazywać na wyczerpywanie się już potencjału spadkowego na cenach ropy.

- Ceny gazu zarówno na europejskim jak i polskim rynku dalej rosły w maju wbrew wzorcom sezonowym średnio o 8-13%, a spread transgraniczny na kontraktach rocznych PL/DE rósł nawet do 11 PLN/MWh. Aktualne ceny kontraktów miesięcznych są o 15 PLN/MWh wyższe niż średnia w 1Q'18, co dobrze wróży wynikom segmentu wydobywczego PGNiG i LTS w 2Q.
- Marże rafineryjne wzrosły na korekcie surowca w okolice 6 USD/Bbl przy odbiciu rentowności ciężkich produktów. Jednocześnie dyferencja Ural/Brent wrócił w okolice 1,0-1,5 USD/Bbl wobec kwietniowej średniej na poziomie 3 USD. Negatywnym zjawiskiem dla rafinerii europejskich jest obserwowany dynamiczny wzrost dyskonta w ropie WTI w relacji do Brent (już 11 USD/Bbl).
- Zapoczątkowana w kwietniu korekta marż petrochemicznych była kontynuowana, co potwierdza presję podażową na rynku polietylenu w Europie z uwagi na nowe moce uruchomione w USA. Spadki cen są jednak dość szerokie i nie dotyczą tylko tego jednego produktu.
- W takim scenariuszu makro utrzymujemy negatywne nastawienie do rafinerii, a jako alternatywę wskazujemy akcje PGNiG, które skorzysta nie tylko na drożejących węglowodorach, ale ma szansę na re-rating i ekspansję wskaźników wyceny (wynik arbitrażu z Gazpromem, uгода Gazpromu z KE, akwizycje na norweskim szelfie, brak zaangażowania w projekt atomowy).
- **Kluczowe rekomendacje:** PKN Orlen (redukuj), PGNiG (kupuj)

Energetyka

- W maju notowania CO₂ wzrosły w okolice 16 EUR/t (13,6 EUR/t na koniec kwietnia), a węgiel w kontrakcie rocznym w ARA podrożał do 89 USD/t (+4% w stosunku do zamknięcia kwietnia) przy dużej presji na spocie (+12%). Nadal beneficjentami wzrostu cen prądu w Europie są czyste elektrownie i te zintegrowane pionowo, gdyż clean dark spread pozostaje ujemny.
- Sektorowy indeks MSCI Utilities Europe mimo pozytywnych trendów na rynku bazowym stracił w maju 3-4% na fali ogólnej wyprzedzi na peryferiach strefy euro. WIG Energia nie zdołał jednak odrobić tegorocznych strat, gdyż polskie spółki energetyczne notowały historyczne bądź lokalne minima.
- Na polskim rynku energii tendencje wciąż pozostają pozytywne. Cena w kontrakcie na rok 2019 sięga 215 PLN/MWh, co implikuje już wyższy clean dark spread od tego zabezpieczonego w kontraktach na rok bieżący o około 5-6 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 zwwyżki CO₂ na rentowność sektora w krótkim terminie. W kontekście prognoz na rok 2019 nie można też lekceważyć rosnącej rentowności źródeł odnawialnych przy wzroście cen energii r/r o 40 PLN/MWh i zielonych certyfikatach kwotowanych po 79 PLN/MWh vs. średnio 36 PLN w roku 2017 (łącznie z biomasą to ponad 7 TWh produkcji). Widzimy więc potencjał do pozytywnego zaskoczenia i rewizji w górę.
- Polski sektor jest już wyceniany na 3,7x EV/EBITDA'18. Biorąc pod uwagę ostatnie trendy makro, zbliżające się rozstrzygnięcia aukcji mocy i perspektywę znaczącej poprawy FCF rekomendujemy kupowanie akcji Enei,

Energi, PGE i Tauronu. W przypadku CEZ utrzymujemy rekomendację do sprzedaży (relatywnie wysoka wycena, zdyskontowane bieżące makro w konsensusie, nieuwzględnione ryzyko projektu atomowego).

- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (sprzedaj), Enea (kupuj), Energa (kupuj), PGE (kupuj), Tauron (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- Grupa Vodafone kupuje część aktywów Liberty Global. Transakcja dotyczy operatorów kablowych działających w Niemczech, Czechach, Rumunii i na Węgrzech i ma wartość 18,4 mld EUR (w tym w gotówce Vodafone zapłaci 10,8 mld EUR). Ostatecznie przejmowane aktywa wyceniono na poziomie 10,9-krotności EBITDA. Vodafone kupuje spółki, które współtworzyły w strukturach Liberty Global region Central Eastern Europe. Tylko jednak te, które działają w tych samych krajach, co sieci mobilne Vodafone, aby tworzyć firmy zintegrowane. Poza transakcją pozostają UPC Polska oraz UPC Slovakia.
- Po uzyskaniu zgody UOKiK i udanym wezwaniu do 66% Cyfrowy Polsat przejął kontrolę nad Netią. Od 18 czerwca usługi Netii dostępne będą w sieci sprzedaży Cyfrowego (na początek dostępne będą w 181 salonach Cyfrowego Polsatu/Polkomtelu, a docelowo w całej sieci sprzedaży). Sieć sprzedaży liczy obecnie około 1,2 tys. punktów (w tym kilkaset partnerskich punktów sprzedaży usług satelitarnej TV). Stąd dostępność usług Netii istotnie wzrośnie. Wraz z wprowadzeniem usług Netii do sieci sprzedaży, grupa Cyfrowego Polsatu obejmie je programem rabatowym smartDOM. Abonenci usług Polkomtela lub Cyfrowego Polsatu będą mogli kupić usługi pod marką Netii z 10-złotowym rabatem za każdą.
- 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. Ponadto, transakcja sprzedaży przez Liberty Global operatorów krajowych z regionu CEE do Vodafone świadczy o mniejszym zainteresowaniu regionem.
- 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. była wyraźnie wyższa R/R w 1Q'18 (+8,0% wg danych Agory). Najwyższe wzrosty odczuły segmenty: Internet (+10,5% R/R), telewizja (+9,5% R/R) i radio (+8,0%).
- Struktura rynku reklamowego w 1Q'18 zmieniła się w kierunku Internetu (+0,5 p.p. do 32,5%) i telewizji (+0,5% do 47,5%) Dzienniki stanowią na 1Q'18 tylko 2,0% rynku reklamy w Polsce, magazyny 4,0%, radio i outdoor odpowiednio 5,0% i 8,0%.
- W maju'18 WIG INFO spadł o 2,4% (vs. +0,3% WIG). Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 15,4x (zgodnie z historyczną średnią z 3 lat, tym samym poziom premii spadł o blisko 6% w ciągu 2 miesięcy).
- Sezon wyników za 1Q'18 przebiegał neutralnie dla spółek IT: łączny wynik EBITDA spółek wzrósł o 1,7% R/R (mediana wzrostu R/R = 11,3%), a łączny zysk netto spadł o 3,7% R/R (mediana +12,0%).
- Wśród spółek IT o mniejszej kapitalizacji naszymi faworytami są ASEE, Atende. Neutralne nastawienie mamy do Ailleronu i Asseco BS oraz do Wasko

(obniżyliśmy pozycjonowanie z/w na obniżenie prognoz na cały 2018 r. po słabym 1Q'18).

- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (kupuj), Wirtualna Polska (akumuluj), Agora (kupuj), Atende (przeważaj), Asseco SEE (przeważaj).

Przemysł i metale

- W maju indeks MSCI Industrials dla Europy i dla świata delikatnie zyskiwały na wartości (odpowiednio +4% m/m i +1,7% m/m). Oba indeksy są obecnie notowane z niewielkimi premiami do swoich trzyletnich średnich na wskaźniku P/E oraz EV/EBITDA.
- W Polsce w 1Q'18 jak na razie 47% spółek poprawiło zeszłoroczne rezultaty i podobnie (53%) je pogorszyło. Jednocześnie przeważały spółki, w których wyniki pozytywnie zaskakiwały względem prognoz (33% pozytywnie; 27% negatywnie). Wśród największych „wygranych” w 1Q'18 wymienilibyśmy Cognor, Famur, Impexmetal, Pfeleiderer i Tarczyński. „Zawodziły” natomiast Amica, Boryszew, Elemental i Ergis.
- Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę, że w 2Q'18 znacząco obniża się baza ubiegłorocznych rezultatów. Warto przypomnieć, że w 2Q'17 aż 56% spółek pogorszyło r/r rezultaty i praktycznie żadna nie zaskoczyła pozytywnie względem prognoz.
- Ze średnich spółek najbardziej przekonani jesteśmy do Amica (możliwe przełamanie spadkowego trendu w 2Q'18, atrakcyjna wycena na tle sektora) oraz Famur (każdy kolejny kwartał powinien być lepszy q/q; 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 słabe wyniki i wysokie zadłużenie z ostrożnością podchodzimy do wyceny Ursus (obawy o rentowność na kontraktach eksportowych do Afryki) oraz Mangata (inflacja po stronie kosztów surowców i kosztów pracy; Mangata obecnie notowana jest z premiami do innych polskich spółek przemysłowych).
- Przy okazji publikacji aktualizujemy nasze prognozy dla Amica z uwagi na słabsze od oczekiwań wyniki 1Q'18. Liczymy, że Spółka w 2Q'18 mogłaby przełamać spadkowy trend rezultatów.
- Aktualnie polskie spółki przemysłowe są notowane na wskaźnikach P/E'18 11,2x oraz EV/EBITDA'18 7,0x. Naszym zdaniem obserwowane w ostatnim miesiącu osłabienie PLN do EUR i USD oraz możliwość zaskoczenia na wynikach w 2Q'18 przy niskiej bazie wyników zwiększa atrakcyjność sektora. Wciąż jednak podchodzimy bardzo selektywnie do wyboru spółek do portfela.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Famur (kupuj), Mangata (niedoważaj), Pfeleiderer 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 wydobywaniu 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. Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę, że w kwietniu Chiny zaimportowały netto o 10% r/r więcej miedzi.
- 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 wielkopiecowych (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 ceny węgla koksowego. Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę, że zapasy stali na rynku w Chinach spadają w najszybszym tempie od ostatnich 5 lat.
- Głównym wyzwaniem dla spółek wydobywczych w 2018 roku będzie presja po stronie wynagrodzeń (przywrócenie przywilejów pracowniczych w JSW, 6% wzrost wynagrodzeń w KGHM, negocjacje płacowe w Sierra Gorda w 4Q'18 przy odnowieniu porozumienia ze związkami).
- Ostatnie osłabienie PLN do USD rozbudza szanse na wzrost rentowności (metale notowane w USD). Ceny miedzi w PLN w ostatnich tygodniach przebiły szczyty z przełomu 2017/2018 roku.
- **Kluczowe rekomendacje:** KGHM (kupuj), JSW (kupuj).

Budownictwo

- Zagregowana EBITDA spółek budowlanych spadła o 16% r/r (bez BDX: -12%). Negatywnie zaskoczyły Trakcja i Elektrotim, pozytywnie: Unibep i Ulma.
- Portfel zamówień analizowanych spółek wzrósł na koniec 1Q o 20% r/r. Pomijając Elbudowę, wielkość portfela nie stanowi problemu w żadnej ze spółek i pozwala na dużą selektywność w ofertowaniu. Problemem jest natomiast jakość portfeli.
- 13 czołowych spółek z sektora (bez BDX) miało na koniec 1Q dług netto na poziomie 3% kapitałów własnych vs. 14% gotówki netto na koniec 1Q'17. Powyższy wzrost zadłużenia w całości można przypisać pogorszeniu salda wyceny kontraktów budowlanych, co tylko wzmaga obawy o przyszłą rentowność sektora. Jedyną spółką, która istotnie poprawiła pozycję gotówkową r/r oraz zmniejszyła aktywo z tytułu wyceny kontraktów jest Elbudowa. Zdecydowane pogorszenie struktury bilansu wystąpiło w Trakcji, Torpolu i ZUE oraz w Mostostalu Warszawa.
- Trakcja zdecydowanie najmocniej rozczarowała wynikami i niepokojąco zwiększyła zadłużenie. Kiepska struktura bilansu i niekorzystne otoczenie rynkowe zniechęcają również do inwestycji w pozostałe spółki z segmentu (TOR, ZUE).
- W 2Q i 3Q widzimy ryzyko dalszego wzrostu zadłużenia spółek budowlanych w związku z (1) typową dla sektora sezonowością, (2) wprowadzeniem „split payment”. Pogarszające się bilanse spółek wzmagają ryzyko negatywnych zaskoczeń na wynikach.
- Odradzamy inwestycje w spółki budowlane z wyjątkiem Unibepu i Erbudu (w powyższej parze wciąż preferujemy UNI, posiadający mocną nogę deweloperską).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Unibep (kupuj), Trakcja (niedoważaj).

Deweloperzy

- Wciąż zalecamy przeważanie deweloperów, preferując spółki z wysoką dywidendą i jakością działalności operacyjnej. Sześć preferowanych przez nas spółek jest wycenionych na P/E'18=7,0x, oferuje DYield = 8,9% oraz dalszą poprawę tych parametrów w '19.
- Marża deweloperska w spółkach giełdowych wyniosła w 27,3% i okazała się o 1,7 p.p. wyższa r/r i zarazem o 1 p.p. wyższa od naszego całorocznego szacunku. Największym pozytywnym zaskoczeniem były wyniki LCC przy jednoczesnym braku większych rozczarowań.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dom Development (kupuj), Echo Investment (kupuj), LC Corp (kupuj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj).

Handel

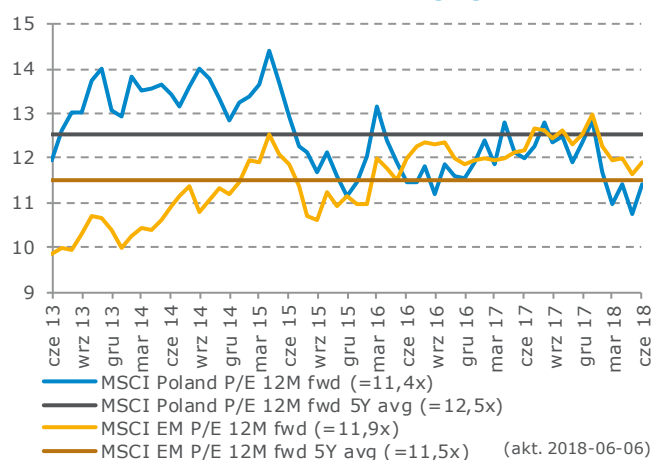
- Od III 2018 roku obowiązuje ustawa zakazu handlu w niedzielę. W 2018 r. sklepy będą mogły być otwarte w dwie niedziele miesiąca, w 2019 roku w jedną niedzielę w miesiącu, a w 2020 wszystkie niedziele będą wolne. Wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę początkowo może mieć negatywny wpływ na sprzedaż porównywalną spółek odzieżowych i obuwniczych. W średnim terminie popyt powinien zostać dostosowany, a spółki powinny uzyskać korzyści po stronie kosztów SG&A (dostosowanie harmonogramów pracy). Zamknięcie centrów handlowych w niedzielę może mieć lekko negatywny wpływ na biznes restauracyjny AmRest w Polsce (według naszych szacunków około 50% restauracji spółki znajduje się w centrach handlowych, a negatywny efekt zamknięcia restauracji w co drugą niedzielę wyniosłby 1,1% sprzedaży AmRest). Ograniczenie handlu powinno mieć niski wpływ na sprzedaż spółek z handlu spożywczego, gdzie niedziela stanowi niski udział w tygodniowej sprzedaży, a popyt powinien się szybko dostosować. Niedziela w sektorze spożywczym jest dniem, który w wielu przypadkach nie generuje zysku.
- Istotna aprecjacja USDPLN r/r w ostatnich tygodniach może zmniejszyć pozytywny wpływ niższego kosztu zakupu na rentowność sprzedaży kolekcji jesień-zima'18 (kurs USDPLN w miesiącach czerwiec-lipiec).
- Niski koszt zakupu kolekcji wiosna-lato'18 denominowany w USDPLN powinien wspierać wyniki spółek w 2-3Q'18. 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).
- Dynamika sprzedaży r/r w CCC była obciążona przez efekt bazy (+15% r/r). Naszym zdaniem tendencja ta może się powtórzyć również w okresie czerwiec-wrzesień'18 (efekt wysokiej bazy). Pomimo przejściowego spowolnienia dynamiki sprzedaży, uważamy że spółka ma potencjał do poprawy marży brutto na sprzedaży r/r oraz ograniczenia tempa wzrostu kosztów SG&A r/r w tym okresie.
- Pomimo wysokiej aktywności AmRest na rynku M&A, oczekujemy że wyniki spółki w 2-3Q'18 obciążone będą przez dodatkowe koszty związane z konsolidacją przejętych biznesów, a tempo poprawy EBITDA będzie niższe od 20% r/r w tym okresie.
- Uważamy, że z mniejszych spółek potencjał do wzrostu mają MON (beneficjent osłabienia się USDPLN r/r), BTM (powrót do skutecznej strategii cenowej, dobre miesięczne wyniki sprzedażowe oraz korzyści związane z FX), VST (kontynuacja poprawy rezultatów r/r oraz potencjalna zgoda Prezesa UOKiK na fuzję ze spółką BTM) oraz TXM (oczekujemy odbudowy efektywności sprzedaży przy utrzymaniu relatywnie stabilnych kosztów SG&A).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Eurocash (kupuj), TXM (kupuj), JMT (kupuj), CCC (kupuj), Bytom (przeważaj), Monnari (przeważaj), Vistula (przeważaj).

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

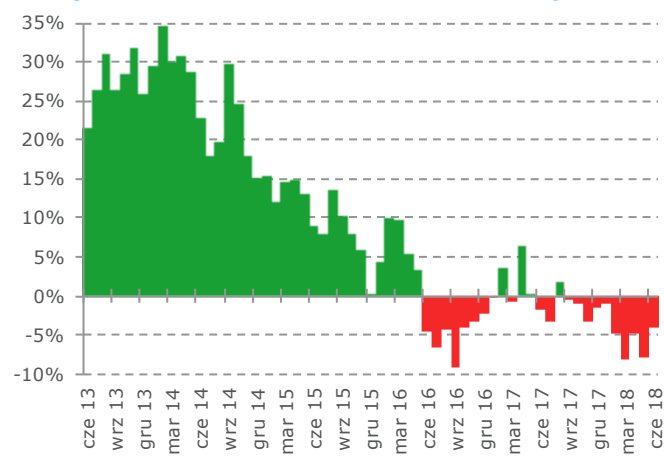
maj 17=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
cze 17	+1%	+6%	+2%	+0%	+2%	+0%	+5%	+40%	+1%	+1%	+0%	+3%	-0%	+3%	-9%	+0%
lip 17	+1%	+6%	+2%	+0%	+6%	+0%	+5%	+43%	+1%	+1%	-0%	+1%	+1%	+3%	-12%	+0%
sie 17	+6%	+7%	+3%	+2%	+6%	+5%	+11%	+45%	+2%	-4%	+57%	+4%	+1%	-3%	-8%	-11%
wrz 17	+7%	+7%	+4%	+2%	+9%	+9%	+12%	+36%	+4%	-6%	+54%	+4%	-0%	+15%	-2%	-10%
paź 17	+7%	+6%	+3%	+2%	+8%	+9%	+16%	+36%	+4%	-6%	+45%	+4%	+20%	+15%	-1%	-10%
lis 17	+7%	+1%	+3%	-0%	+8%	+6%	+16%	+32%	+8%	-14%	+40%	+4%	+24%	+15%	+0%	-33%
gru 17	+5%	+2%	+4%	-0%	+8%	+6%	+12%	+32%	+6%	-2%	+40%	+11%	+11%	+6%	-5%	-25%
sty 18	+6%	+13%	+5%	-2%	+8%	+7%	+11%	+25%	+7%	-10%	+38%	+69%	-0%	-6%	-3%	+88%
lut 18	+7%	+11%	+4%	-2%	+8%	+9%	+12%	+19%	+5%	-14%	+40%	+69%	-6%	-6%	+10%	+88%
mar 18	+6%	+8%	+3%	-2%	+8%	+8%	+11%	+24%	+3%	-23%	+39%	+72%	-6%	-6%	+6%	+51%
kwi 18	+6%	+8%	+3%	-2%	+8%	+8%	+11%	+24%	+2%	-23%	+42%	+72%	-6%	-6%	+3%	+52%
maj 18	+5%	+9%	+3%	-2%	+9%	+8%	+11%	+28%	+2%	-23%	+39%	+72%	-13%	-33%	-1%	+55%

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

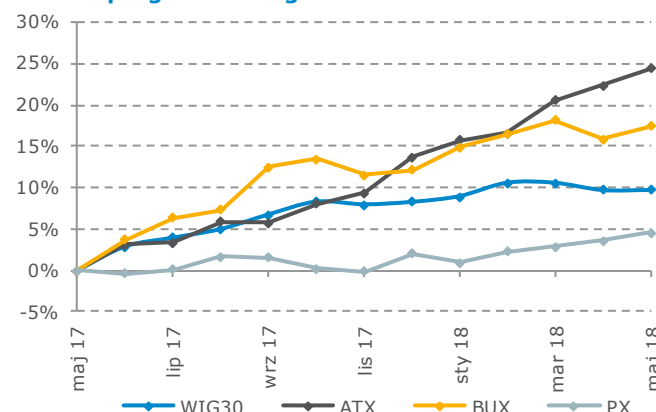
P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets oraz premia/dyskonto wskaźnika dla Polski wobec krajów EM



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

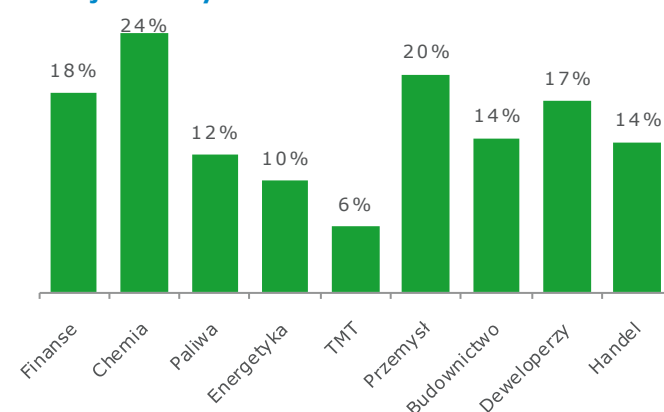


Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



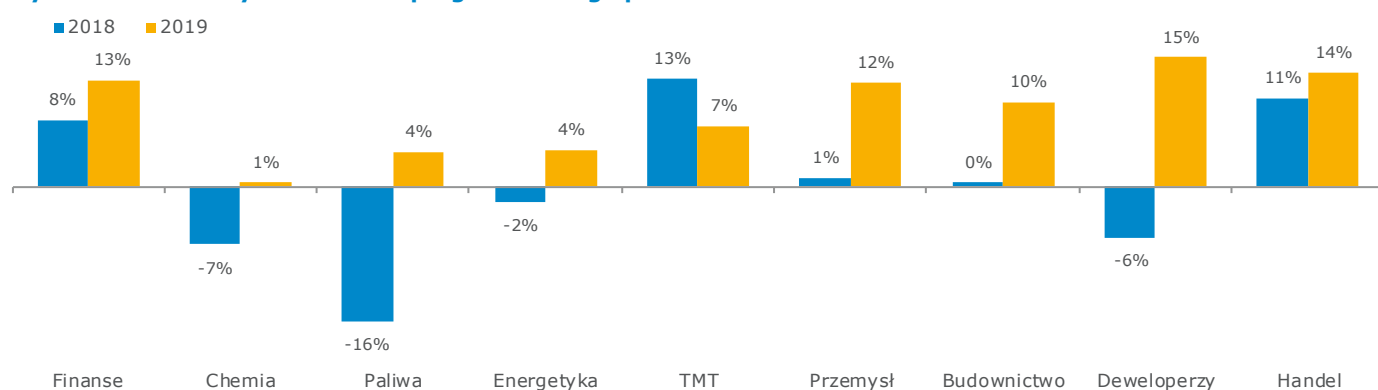
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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	14 3 0	92,83	+17,4%	+21% +14% -		13/-
BZ WBK	kupuj	430,00	8 8 1	419,56	+2,5%	+5% +10% +12%		10/-
Getin Noble Bank	trzymaj	1,40	1 5 4	1,23	+13,6%	+261% -8% -16%		8/-
Handlowy	kupuj	94,00	3 8 0	84,58	+11,1%	-2% +6% -		6/-
ING BSK	akumuluj	212,00	5 4 5	207,61	+2,1%	-2% -3% +1%		8/-
Millennium	redukuj	7,00	3 4 7	8,55	-18,2%	-5% -10% -		7/-
Pekao	kupuj	157,00	15 6 0	146,43	+7,2%	-4% -0% -		15/-
PKO BP	trzymaj	38,00	1 16 4	39,92	-4,8%	-6% +2% -		13/-
Komercni Banka	kupuj	1 111,0	12 4 1	1 055,6	+5,2%	+11% +23% -		14/-
Erste Bank	akumuluj	40,00	16 8 1	43,05	-7,1%	+1% -1% -		16/-
OTP Bank	kupuj	12 090	12 2 2	12 131	-0,3%	-3% +0% -		12/-
PZU	kupuj	50,58	8 2 0	49,17	+2,9%	+7% +2% -		7/-
Kruk	kupuj	300,94	5 1 2	260,33	+15,6%	+3% +7% +5%		7/-
Prime Car Management	kupuj	15,54	1 1 0	33,00	-52,9%	-46% -44% -34%		3/-
Chemia								
Ciech	kupuj	88,64	5 4 1	69,77	+27,1%	+26% +39% +51%	+13% +15% +17%	5/5
Grupa Azoty	trzymaj	44,40	4 3 5	57,61	-22,9%	-24% -32% -33%	-7% -10% -11%	4/4
Paliwa								
Lotos	trzymaj	52,81	6 7 1	65,36	-19,2%	-40% -35% -36%	-13% -12% -12%	10/11
MOL	trzymaj	2 954,0	7 4 0	3 323,3	-11,1%	-25% -26% -20%	+7% -9% -2%	6/8
PGNiG	kupuj	8,17	5 4 1	6,67	+22,5%	+17% +21% +23%	+7% +14% +20%	7/6
PKN Orlen	redukuj	76,73	2 9 9	95,89	-20,0%	-37% -39% -29%	-24% -23% -15%	14/14
Energetyka								
CEZ	sprzedaj	458,38	4 7 7	520,95	-12,0%	-0% +12% +6%	+0% -1% -0%	12/12
Enea	kupuj	12,62	7 3 0	12,32	+2,4%	+1% +9% -15%	+2% +8% -4%	6/6
Energia	kupuj	15,58	5 4 1	12,83	+21,5%	+2% +5% +4%	+2% +2% +2%	6/6
PGE	kupuj	13,60	5 5 3	12,30	+10,6%	+8% +10% +7%	+3% +4% +3%	8/8
Tauron	kupuj	2,76	4 6 2	2,71	+1,9%	+25% +0% +4%	+7% +2% +4%	8/8
TMT								
Netia	redukuj	4,30	1 4 3	5,09	-15,6%	-5% -24% -44%	-1% -1% -6%	4/4
Orange Polska	kupuj	7,60	6 6 4	6,25	+21,7%	+158% +116% +73%	+4% +6% +7%	7/10
Play	trzymaj	30,93	7 5 1	36,04	-14,2%	+13% +2% -1%	+1% -5% -1%	10/9
Agora	kupuj	18,40	2 3 0	15,63	+17,7%	+113% +29% +31%	+3% +0% +1%	4/4
Cyfrowy Polsat	trzymaj	25,30	5 8 0	28,16	-10,1%	+2% +8% +11%	+6% +3% +3%	7/6
Wirtualna Polska	akumuluj	60,00	5 2 0	56,28	+6,6%	+5% +3% +7%	+2% +4% +5%	2/2
Asseco Poland	trzymaj	41,20	2 5 1	52,13	-21,0%	-37% -28% -23%	-5% -3% -0%	2/4
Asseco BS	równoważ	-	1 2 0	28,90	-	+2% +1% -0%	+0% +1% -0%	2/2
Asseco SEE	przeważaj	-	2 0 0	17,30	-	+0% -1% +3%	-1% -2% -1%	2/3
Wasko	równoważ	-	2 0 0	-	-	+0% +0% -0%	+0% +0% -0%	1/1
CD Projekt	sprzedaj	90,80	6 2 2	122,17	-25,7%	+18% +5% -0%	-30% -9% -3%	4/2
Comarch	akumuluj	166,50	3 2 0	170,48	-2,3%	-24% -13% -2%	-13% -8% +1%	3/3
Przemysł								
Alumet	równoważ	-	2 3 0	59,00	-	-4% -10% -	-4% -9% -	3/3
Amica	przeważaj	-	2 0 2	124,50	-	+6% +32% -	+7% +18% -	3/3
Apator	równoważ	-	1 2 1	23,30	-	+8% +3% -	+3% -0% -	2/2
Elemental	równoważ	-	0 1 0	-	-	+0% +12% -	+0% -0% -	1/1
Famur	kupuj	6,95	2 1 0	7,33	-5,1%	+6% -0% -0%	-4% +0% +0%	2/2
Forte	równoważ	-	3 4 1	56,28	-	-32% -30% -	-14% -19% -	4/3
Kemel	trzymaj	53,04	5 3 0	67,01	-20,8%	-23% +17% +17%	-8% +8% +7%	5/5
Grupa Kęty	trzymaj	371,08	5 4 2	371,64	-0,2%	+9% +4% +7%	+2% -2% -3%	5/6
Pfleiderer Group	przeważaj	-	7 0 1	45,69	-	+1% +3% -	-5% -5% -	6/5
JSW	kupuj	115,23	4 4 5	96,28	+19,7%	+20% +33% +21%	+13% +13% +11%	5/5
KGHM	kupuj	112,92	5 5 7	100,57	+12,3%	-8% +12% +13%	-6% +5% +6%	13/13
Budownictwo								
Budimex	trzymaj	163,00	1 2 6	187,08	-12,9%	-3% -7% -4%	-0% -6% -4%	4/4
Elektrobudowa	trzymaj	71,00	3 2 1	104,05	-31,8%	-49% -34% -32%	-35% -27% -19%	3/3
Erbud	kupuj	22,00	4 1 0	27,97	-21,3%	-22% -4% -0%	-8% +2% -0%	3/3
Unibep	kupuj	10,10	3 2 0	12,28	-17,8%	-8% -2% +0%	-7% +1% +0%	2/2
Torpol	równoważ	-	2 1 1	16,04	-	-70% -48% -39%	-39% -27% -23%	3/2
Trakcja	niedoważaj	-	1 3 3	6,39	-	-65% -63% -0%	-21% -19% -0%	3/3
Deweloperzy								
Atal	akumuluj	47,00	1 3 0	45,52	+3,3%	+2% +3% +1%	+1% -1% +2%	5/4
Capital Park	kupuj	8,35	3 0 0	8,08	+3,4%	-13% -0% -	+2% +16% +127%	3/2
Dom Development	kupuj	103,10	6 3 1	92,23	+11,8%	+3% +10% +3%	+5% +4% +6%	7/4
Echo	kupuj	5,63	3 4 0	5,72	-1,5%	+43% +14% +2%	+142% +64% +30%	5/3
GTC	trzymaj	9,60	8 3 1	10,61	-9,5%	+7% +14% +20%	+18% +21% +20%	7/5
LC Corp	kupuj	3,50	4 0 0	3,46	+1,2%	-2% +3% +4%	-0% -0% -0%	4/1
Polnord	równoważ	-	0 2 0	10,80	-	+3% -11% -17%	-21% -18% -34%	3/3
Ronson	równoważ	-	0 3 1	1,45	-	+6% +1% +23%	-8% -1% -0%	4/2
Handel								
AmRest	redukuj	426,00	7 3 2	462,83	-8,0%	-18% -25% -18%	-6% -6% -4%	7/5
CCC	kupuj	295,00	9 5 3	268,50	+9,9%	-20% +3% +12%	-14% -4% +1%	12/11
Dino	trzymaj	103,50	9 5 2	105,55	-1,9%	+5% +8% +4%	+2% +3% +2%	11/10
Eurocash	kupuj	30,70	10 10 1	29,43	+4,3%	-16% -11%	-0% -3% -1%	17/15
Jeronimo Martins	kupuj	16,40	10 12 4	16,09	+2,0%	+5% +2% -2%	+5% +5% +2%	18/17
LPP	trzymaj	9 500,0	0 7 11	8 122,2	+17,0%	+12% +13% +15%	+7% +7% +8%	10/10
Bytom	przeważaj	-	2 2 0	3,00	-	+15% +14% +10%	+9% +7% +9%	3/2
Monnari	przeważaj	-	5 0 0	9,60	-	+7% +9% +20%	+13% +10% +15%	4/3
Vistula	przeważaj	-	2 2 1	4,85	-	+7% +3% +1%	+2% +4% +4%	3/2

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku; ¹cena docelowa mDM; ²rekomendacja 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						+18,2%	12,1	9,9		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	71,45	+52,6%	9,7	8,2		
BZ WBK	kupuj	2018-03-05	357,80	430,00	366,20	+17,4%	14,4	11,8		
Getin Noble Bank	trzymaj	2018-05-09	1,17	1,40	1,08	+29,6%	21,8	8,1		
Handlowy	kupuj	2018-04-06	77,50	94,00	78,30	+20,1%	16,2	13,3		
ING BSK	akumuluj	2018-03-05	198,00	212,00	195,00	+8,7%	16,1	14,2		
Millennium	redukuj	2018-04-06	8,35	7,00	8,40	-16,7%	14,1	12,8		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	119,90	+30,9%	14,4	11,9		
PKO BP	trzymaj	2018-04-06	39,74	38,00	39,24	-3,2%	14,8	12,3		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	907,00	+22,5%	11,6	9,9		
Erste Bank	akumuluj	2018-06-06	34,78	40,00 EUR	34,78	+15,0%	10,6	9,9		
OTP Bank	kupuj	2018-06-06	10 210	12 090 HUF	10 210	+18,4%	10,3	9,5		
PZU	kupuj	2018-03-05	41,55	50,58	38,94	+29,9%	10,0	9,8		
GetBack	zawieszona	2018-04-16	4,52	-	3,75	-	-	-		
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	228,00	+32,0%	12,1	10,3		
Prime Car Management	kupuj	2018-06-06	12,70	15,54	12,70	+22,4%	7,2	6,2		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-02-02	30,60	56,30	28,20	+99,6%	6,8	5,7		
Chemia						+23,5%	8,0	8,3	5,7	6,0
Ciech	kupuj	2018-06-06	60,20	88,64	60,20	+47,2%	8,0	8,3	5,2	5,3
Grupa Azoty	trzymaj	2018-05-25	42,60	44,40	46,68	-4,9%	15,5	16,0	5,7	6,2
Polwax	kupuj	2018-05-09	7,80	16,69	8,10	+106,0%	5,4	4,0	6,7	6,0
Paliwa						+12,4%	11,5	11,0	5,5	5,1
Lotos	trzymaj	2018-05-09	55,62	52,81	57,12	-7,5%	15,3	11,5	6,4	5,6
MOL	trzymaj	2018-05-09	2 790	2 954 HUF	2 700	+9,4%	10,3	10,4	4,6	4,6
PGNiG	kupuj	2018-05-09	6,20	8,17	6,05	+35,0%	8,3	7,9	4,1	3,8
PKN Orlen	redukuj	2018-05-09	82,30	76,73	86,76	-11,6%	12,6	13,2	7,0	7,0
Energetyka						+9,7%	5,0	4,6	3,9	3,6
CEZ	sprzedaj	2018-05-29	551,00	458,38 CZK	564,50	-18,8%	21,3	19,8	8,5	8,4
Enea	kupuj	2018-05-29	9,57	12,62	10,34	+22,1%	5,0	3,8	4,1	3,6
Energa	kupuj	2018-05-29	9,00	15,58	9,23	+68,8%	4,8	4,6	3,4	3,3
PGE	kupuj	2018-05-29	9,28	13,60	9,98	+36,3%	6,1	6,0	3,7	3,5
Tauron	kupuj	2018-05-29	2,01	2,76	2,31	+19,5%	3,1	3,8	3,9	4,4
Telekomunikacja, media, IT						+6,0%	21,0	15,7	7,0	6,4
Netia	redukuj	2018-06-06	5,00	4,30	5,00	-14,0%	45,5	54,9	5,8	6,2
Orange Polska	kupuj	2018-04-06	5,83	7,60	5,08	+49,6%	22,3	12,2	4,4	4,0
Play	trzymaj	2018-04-06	32,70	30,93	25,60	+20,8%	7,1	6,8	5,5	5,7
Agora	kupuj	2018-04-06	14,50	18,40	14,95	+23,1%	28,4	30,8	5,1	5,3
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-04-06	24,84	25,30	25,36	-0,2%	13,0	11,1	7,0	6,4
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-04-24	54,00	60,00	53,60	+11,9%	21,0	18,0	11,4	9,6
Asseco Poland	trzymaj	2018-06-06	44,00	41,20	44,00	-6,4%	15,0	15,7	8,7	8,2
CD Projekt	sprzedaj	2018-04-06	114,90	90,80	157,00	-42,2%	75,6	22,7	59,9	17,4
Comarch	akumuluj	2018-05-09	145,00	166,50	145,00	+14,8%	20,9	15,4	8,2	7,2
Przemysł, surowce						+19,8%	10,5	6,5	7,0	4,9
Famur	kupuj	2018-05-09	5,94	6,95	6,10	+13,9%	17,5	13,6	8,4	7,3
Grupa Kęty	trzymaj	2018-06-06	360,50	371,08	360,50	+2,9%	12,5	12,6	8,9	8,8
JSW	kupuj	2018-06-06	86,66	115,23	86,66	+33,0%	4,5	6,1	2,4	2,8
Kemel	trzymaj	2018-05-09	50,80	53,04	52,50	+1,0%	11,1	5,8	7,4	4,9
KGHM	kupuj	2018-06-06	96,52	112,92	96,52	+17,0%	7,9	6,2	4,6	3,5
Stelmet	kupuj	2018-05-09	14,75	26,48	14,15	+87,1%	9,9	6,8	6,7	4,9
Budownictwo						+14,0%	10,3	10,0	4,4	4,3
Budimex	trzymaj	2018-06-06	153,00	163,00	153,00	+6,5%	11,5	12,6	4,8	5,0
Elektrobudowa	trzymaj	2018-06-06	69,00	71,00	69,00	+2,9%	13,8	13,6	5,4	5,4
Erbud	kupuj	2018-06-06	14,90	22,00	14,90	+47,7%	9,1	7,3	4,0	3,5
Unibep	kupuj	2018-04-06	7,50	10,10	5,44	+85,7%	6,2	5,3	4,1	3,2
Deweloperzy						+17,4%	8,8	9,1	7,9	7,8
Atal	akumuluj	2018-04-06	43,40	47,00	43,00	+9,3%	8,6	9,0	7,3	7,8
Capital Park	kupuj	2018-04-06	5,95	8,35	5,50	+51,8%	10,9	9,2	17,7	17,0
Dom Development	kupuj	2018-03-20	85,80	103,10	86,00	+19,9%	9,0	9,2	7,2	7,5
Echo	kupuj	2018-04-06	5,23	5,63	4,62	+21,9%	6,3	5,8	7,3	7,5
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	9,04	+6,2%	10,9	9,4	15,1	14,2
LC Corp	kupuj	2018-04-06	2,70	3,50	2,72	+28,7%	6,6	5,8	8,5	7,7
Handel						+13,7%	26,6	19,0	14,7	12,5
AmRest	redukuj	2018-04-06	449,50	426,00	456,00	-6,6%	48,0	37,7	15,7	12,5
CCC	kupuj	2018-06-06	242,80	295,00	242,80	+21,5%	31,7	18,8	17,9	12,5
Dino	trzymaj	2018-06-06	107,40	103,50	107,40	-3,6%	33,0	24,7	20,4	15,7
Eurocash	kupuj	2018-04-06	24,41	30,70	23,45	+30,9%	24,6	19,0	7,9	6,8
Jeronimo Martins	kupuj	2018-06-06	13,52	16,40 EUR	13,52	+21,3%	18,3	17,1	8,0	7,3
LPP	trzymaj	2018-05-09	9 260	9 500	9 280	+2,4%	26,6	22,7	14,7	12,5
TXM	kupuj	2018-05-09	2,10	5,44	1,30	+318,5%	7,4	2,8	5,9	3,2
Inne						+4,5%	10,7	9,7	7,1	6,5
PBKM	trzymaj	2018-06-06	73,00	76,26	73,00	+4,5%	10,7	9,7	7,1	6,5

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						14,2	10,9	6,2	5,8
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	15,65	-3,4%	18,6	16,2	8,5	7,0
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	25,80	-7,9%	15,0	13,6	10,0	9,2
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	12,50	+6,8%	11,4	10,9	5,1	4,7
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	4,35	+2,4%	10,1	9,1	6,2	5,8
Wasko	równoważ	2018-05-30	1,68	1,69	+0,6%	14,2	9,4	5,3	4,5
Spółki przemysłowe						10,5	11,5	6,5	6,3
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	54,90	+16,8%	10,9	11,9	8,9	8,8
Amica	przeważaj	2018-06-06	121,00	121,00	+0,0%	8,5	6,9	5,5	4,6
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	26,80	+11,7%	14,7	15,3	8,4	8,6
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	8,00	-18,8%	10,1	9,7	6,8	6,3
Elemental	równoważ	2018-04-27	1,09	0,95	-12,8%	3,8	3,3	4,2	3,7
Ergis	równoważ	2018-04-27	4,06	3,88	-4,4%	8,7	8,2	6,2	5,7
Forte	równoważ	2018-04-27	50,70	50,00	-1,4%	21,4	13,6	13,8	10,6
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	71,80	+13,1%	19,6	20,1	11,7	11,6
Mangata	niedoważaj	2018-03-29	95,60	92,80	-2,9%	12,5	12,2	7,6	7,3
Pfleiderer Group	przeważaj	2018-04-27	37,30	37,00	-0,8%	17,7	15,8	6,3	5,9
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,58	+20,1%	6,5	3,7	5,8	2,6
Tarczyński	równoważ	2018-05-30	14,50	14,90	+2,8%	8,0	11,1	5,6	6,2
Budownictwo						20,2	9,0	5,6	4,5
Elektrotim	równoważ	2018-05-28	5,80	5,00	-13,8%	30,3	12,8	5,6	4,8
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,18	-13,4%	10,0	7,0	5,2	4,3
Torpol	równoważ	2018-05-28	6,40	5,70	-10,9%	26,7	8,3	6,9	4,2
Trakcja	niedoważaj	2018-05-18	3,65	3,00	-17,8%	23,6	21,5	5,5	5,4
Ulma	równoważ	2018-05-28	73,00	74,00	+1,4%	9,2	8,9	3,7	3,5
ZUE	równoważ	2018-05-28	5,86	5,24	-10,6%	16,8	9,1	6,8	5,5
Deweloperzy						6,9	6,5	8,2	6,0
Archicom	przeważaj	2018-04-26	15,30	14,40	-5,9%	6,7	4,7	6,7	5,2
BBI Development	równoważ	2018-04-26	0,66	0,61	-7,6%	14,1	6,7	13,9	6,2
i2 Development	równoważ	2018-05-28	17,30	16,80	-2,9%	4,6	4,8	5,5	5,9
JWC	niedoważaj	2018-03-29	4,16	3,45	-17,1%	6,2	4,5	6,1	4,5
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-03-29	17,80	18,50	+3,9%	6,2	7,0	4,6	5,3
PA Nova	równoważ	2018-03-29	22,30	22,00	-1,3%	7,2	8,3	10,6	11,9
Polnord	równoważ	2018-02-02	10,50	7,34	-30,1%	12,1	9,8	31,1	21,5
Ronson	równoważ	2018-04-03	1,32	1,10	-16,7%	7,9	6,3	9,7	8,5
Handel						12,5	11,2	8,1	7,1
Bytom	przeważaj	2018-05-23	2,92	2,80	-4,1%	12,5	11,4	8,1	7,1
Gino Rossi	zawieszona	2018-05-23	0,63	0,62	-1,6%	-	-	-	-
Monnari	przeważaj	2018-05-23	7,19	7,10	-1,3%	9,3	8,7	4,2	3,7
Vistula	przeważaj	2018-05-23	4,79	4,80	+0,2%	13,7	11,2	9,2	7,5

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Bytom	przeważaj	przeważaj	- -	2018-05-23
CCC	akumuluj	kupuj	295,00 PLN	2018-05-09
CEZ	sprzedaj	redukuj	449,51 CZK	2018-05-09
CEZ	sprzedaj	sprzedaj	458,38 CZK	2018-05-29
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
Elektrotim	równoważ	przeważaj	- -	2018-05-28
Enea	kupuj	kupuj	12,62 PLN	2018-05-29
Energa	kupuj	kupuj	15,58 PLN	2018-05-29
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
Gino Rossi	zawieszona	równoważ	- -	2018-05-23
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	60,99 PLN	2018-05-09
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	44,40 PLN	2018-05-25
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	363,01 PLN	2018-05-09
i2 Development	równoważ	przeważaj	- -	2018-05-28
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
Monnari	przeważaj	przeważaj	- -	2018-05-23
PGE	kupuj	kupuj	13,60 PLN	2018-05-29
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
Tarczyński	równoważ	równoważ	- -	2018-05-30
Tauron	kupuj	trzymaj	2,76 PLN	2018-05-29
Torpol	równoważ	równoważ	- -	2018-05-28
Trakcja	niedoważaj	równoważ	- -	2018-05-18
TXM	kupuj	kupuj	5,44 PLN	2018-05-09
Ulma	równoważ	równoważ	- -	2018-05-28
Vistula	przeważaj	równoważ	- -	2018-05-23
Wasko	równoważ	przeważaj	- -	2018-05-30
ZUE	równoważ	równoważ	- -	2018-05-28

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Amica	przeważaj	przeważaj	- -	2018-06-05
Asseco Poland	trzymaj	redukuj	41,20 PLN	2018-06-05
Budimex	trzymaj	akumuluj	163,00 PLN	2018-06-05
Ciech	kupuj	kupuj	88,64 PLN	2018-06-05
CCC	kupuj	akumuluj	295,00 PLN	2018-06-05
Dino	trzymaj	akumuluj	103,50 PLN	2018-06-05
Elektrobudowa	trzymaj	kupuj	71,00 PLN	2018-06-05
Erbud	kupuj	akumuluj	22,00 PLN	2018-06-05
Erste Bank	akumuluj	trzymaj	40,00 EUR	2018-06-05
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	371,08 PLN	2018-06-05
Jeronimo Martins	kupuj	akumuluj	16,40 EUR	2018-06-05
JSW	kupuj	kupuj	115,23 PLN	2018-06-05
KGHM	kupuj	kupuj	112,92 PLN	2018-06-05
Netia	redukuj	sprzedaj	4,30 PLN	2018-06-05
OTP Bank	kupuj	akumuluj	12090,00 HUF	2018-06-05
PBKM	trzymaj	trzymaj	76,26 PLN	2018-06-05
Prime Car Management	kupuj	kupuj	15,54 PLN	2018-06-05

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	2	2,1%	1	2,1%
redukuj	4	4,3%	3	6,3%
niedoważaj	3	3,2%	0	0,0%
trzymaj	16	17,0%	5	10,4%
równoważ	21	22,3%	9	18,8%
akumuluj	5	5,3%	3	6,3%
kupuj	33	35,1%	27	56,3%
przeważaj	10	10,6%	0	0,0%

Kalendarium wydarzeń

Data	Wydarzenie
6 cze	COMPERIA.PL Spotkania z Zarządem (CC Group, ul. Marszałkowska 89, Warszawa) - wymagana rejestracja
6 cze 12:00	EnterAir Spotkania z Zarządem (siedziba spółki; ul. Komitetu Obrony Robotników 74, Warszawa)
7 cze 12:00	Archicom Konferencja wynikowa 1Q'18 (Hotel Westin, Warszawa)
28 cze	Stelmet Publikacja wyników za 1Q'18
17 lip	Kernel Publikacja danych wolumenowych za 2Q'18
20 lip	PKN Orlen Publikacja wyników za 2Q'18
25 lip	BZ WBK Publikacja wyników za 2Q'18
26 lip	Budimex Publikacja wyników za 1H'18
26 lip	Millennium Publikacja wyników za 2Q'18
31 lip	Erste Bank Publikacja wyników za 2Q'18
31 lip	GPW Publikacja wyników za 1H'18
31 lip	mBank Publikacja wyników za 2Q'18

Makroekonomia

RPP – bez zmian

Na majowym posiedzeniu RPP stopy procentowe zostały utrzymane bez zmian. Aktualny komunikat po posiedzeniu nie różni się również znacząco od tego z poprzedniego miesiąca – kluczowe zapisy dotyczące perspektyw wzrostu, inflacji i stóp procentowych zostały pozostawione bez modyfikacji, a wcześniejsze akapity dostosowano jedynie do napływających w międzyczasie danych makroekonomicznych. Na konferencji prasowej prezes Głapiński powtórzył stwierdzenia znane z poprzednich konferencji: o braku presji płacowej, bezinflacyjnym wzroście (który to nazwał „cudem”) i korzystnych perspektywach koniunktury na najbliższe kwartały. Status quo utrzymano również w warstwie komunikującej kształt polityki pieniężnej w przyszłości – stopy procentowe mają na pewno zostać na obecnym poziomie do końca 2019, a jeśli sytuacja makroekonomiczna dramatycznie i nieoczekiwanie się nie zmieni (czyli jeśli zrealizuje się scenariusz z ostatniej projekcji), to również w 2020 r. Ta prognoza została również potwierdzona przez obecnego na konferencji prasowej K. Zubelewicza. Jedynym nowym elementem w retoryce RPP było akcentowanie stabilności stóp procentowych jako wartości autotelicznej i kotwicy dla podmiotów gospodarczych w okresie niepewności. Brak zmian w retoryce RPP to i brak zmian w wycenach instrumentów finansowych – te obecnie pozostają pod wpływem czynników globalnych. Dla przyszłej polityki pieniężnej kluczowe pozostają dane o inflacji, w szczególności zachowanie inflacji bazowej i jej reakcja na zacieśnienie rynku pracy oraz obecne osłabienie złotego (po wcześniejszym filtrowaniu się umocnienia z 2017 r.). My wciąż w tej kwestii wierzymy w funkcjonujące wcześniej relacje między zmiennymi makroekonomicznymi. Tym niemniej, zmieniona funkcja reakcji RPP (symetryczne traktowanie celu inflacyjnego) sprawia, że prognozy stabilizacji stóp procentowych w Polsce przez kolejny rok powinny być scenariuszem bazowym dla inwestorów – obecnie nie należy się naszym zdaniem spodziewać ich zmian przed II połową 2019 r.

Wstępna ocena perspektyw wzrostu gospodarczego w II kwartale kaže oczekiwać wzrostu PKB w skali zbliżonej do poprzedniego kwartału, przy czym momentum wydaje się póki co dość anemiczne. Pomimo niespodzianek w kwietniowych danych, ogólny scenariusz dla polskiej gospodarki na ten rok wydaje się niezagrożony: licząc od strony wartości dodanej, stopniowe płaszczenie trendu w przemyśle będzie łagodzone przez wzrosty w budownictwie; od strony wydatkowej, stabilny wzrost konsumpcji i inwestycji będzie kontrowany przez ujemny wkład eksportu netto.

Produkcja przemysłowa

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w kwietniu o 9,3% r/r, bijąc na głowę oczekiwanie rynku i naszą prognozę (odpowiednio, 8,5 i 7,1% r/r). Główną siłą napędową produkcji było tym razem przetwórstwo przemysłowe, którego produkcja wzrosła o 9,5% r/r, podczas gdy wyniki górnictwa i produkcji energii unormowały się. W szczególności, wkład produkcji energii zmniejszył się o połowę wraz z silnym wzrostem temperatury w kwietniu (relatywnie do zimnego lutego i marca). Co ciekawe, pomimo tak dużej niespodzianki, przemysł wcale nie nabrał w ostatnim miesiącu impetu, jako że wzrost po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych to jedynie 0,5% m/m. W konsekwencji, momentum produkcji jest wciąż umiarkowane, a trend na dynamikach rocznych pozostaje spadkowy. Produkcja budowlano-montażowa za to rozczarowała, rosnąc w kwietniu o 19,7% r/r, istotnie wolniej od tego, co oczekiwał rynek (ok. 25% r/r), i od naszej optymistycznej prognozy (35% r/r). O przyczynach

rozczarowania trudno w tej chwili wyrokować, natomiast wyniki budownictwa okazały się niewrażliwe na niską bazę (ok. 10 pkt. proc.!) i znaczącą poprawę pogody w kwietniu. W istocie rzeczy, biorąc pod uwagę zmianę wzorców sezonowych w ostatnich latach, kwietniowy przyrost produkcji budowlanej należy ocenić jako słaby. Znajduje to odzwierciedlenie w danych odsezonowanych, w świetle których produkcja spadła o 1,2% m/m. Widoczny w obecnym cyklu inwestycyjnym wzorec skoków produkcji przeplatanych dryfem w dół został zatem utrzymany. In plus zaskoczył w kwietniu wskaźnik cen producentów. Jego wzrost wyniósł 1,1% r/r, wyżej niż wskazywały na to nasza prognoza (0,8%) czy konsensus rynkowy (0,9%). W znacznej części za tę niespodziankę odpowiada istotna rewizja poprzedniego odczytu (z 0,3% do 0,5% r/r). Pozostałą część zaskoczenia względem naszej prognozy objaśniają wyższe od oczekiwań ceny w przetwórstwie, które tylko w części zostały zrównoważone spadkiem cen w górnictwie. Przyspieszenie w PPI jest spowodowany wzrostem cen surowców w walucie krajowej (głównie umocnienie USD, w kwietniu kurs EURPLN tylko lekko wzrósł), ceny w kategorii produkcja koksu i produktów rafinacji ropy wzrosły o 5,5% m/m. O ile w ujęciu rocznym czynnik spowodowany wzrostem cen baryłki ropy w USD już ma przełożenie, to na wpływ kursu USDPLN będziemy musieli poczekać do drugiej połowy roku. Oznacza to, że przy stabilizacji tych cen na obecnych poziomach, roczny wskaźnik PPI wciąż będzie rosł.

Sprzedaż detaliczna

W kwietniu sprzedaż detaliczna w cenach bieżących wzrosła jedynie o 4,6% r/r (w cenach stałych 4% r/r), znacznie poniżej wynoszących 7,9% r/r prognoz. Przegląd kategorii wskazuje, że za tak duże rozczarowanie odpowiadają dwie kategorie: żywność (spadek sprzedaży o 8,2% r/r, nasza prognoza +1% r/r) i sprzedaż w pozostałych niewyspecjalizowanych sklepach (spadek o 2,7% r/r, nasza prognoza +6,5% r/r). Niespodzianki w innych elementach sprzedaży detalicznej zniosły się praktycznie w 100%, a na uwagę zasługuje jedynie silniejszy od prognozowanego wzrost sprzedaży samochodów (o 6,8% r/r) – kategoria ta najpewniej zareagowała na korzystną różnicę dni roboczych w kwietniu. W konsekwencji, sprzedaż po wyłączeniu żywności i paliw przyspieszyła w kwietniu z 5,5 do 7,8% r/r, sugerując dobrą kondycję w segmentach dóbr trwałych i półtrwałych.

Z zaskoczeniem w sprzedaży żywności i w pozostałych niewyspecjalizowanych sklepach (czyli w supermarketach i dyskontach) należy się zmierzyć. Oczywiście winowajcą jest tutaj wczesny w tym roku termin Świąt Wielkanocy, który podbił sprzedaż w marcu i obniżył w kwietniu (rok wcześniej było odwrotnie). Jest to czynnik znany, tym niemniej zmienność dynamik sprzedaży w marcu i kwietniu jest na tyle duża, że kwietniowy wynik mieści się w granicach typowych błędów prognozy. Różnica w stosunku do 2013 r., kiedy to termin Wielkanocy był praktycznie identyczny, jest niewielka (widać też, jak wysoka była sprzedaż w 2017 r.). Pewien efekt mógł mieć również zakaz handlu w niedzielę (łącznie aż cztery z pięciu niedziel były niehandlowe), ale nie ma możliwości określenia wpływu tego czynnika na sprzedaż detaliczną. Wszystkie dostępne informacje na temat zachowań konsumentów sugerują, że jego wkład był minimalny. Najlepszą kontrą do słabych danych o sprzedaży detalicznej okazał się być dobry odczyt koniunktury konsumpcyjnej, która plasuje się blisko rekordowych poziomów. W maju dynamika sprzedaży powinna się unormować, a z szumu wyłoni się jasny sygnał utrzymującej się wysokiej dynamiki konsumpcji prywatnej w Polsce.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu wzrosło o 3,7% r/r, zgodnie z naszą prognozą i konsensusem rynkowym, a także w takim samym tempie, jak w marcu. W ujęciu miesięcznym liczba etatów wzrosła o dokładnie 7 tysięcy, co oznacza nieco gorszy wynik od wzrostów notowanych w pierwszych miesiącach tego roku i rok wcześniej w kwietniu. Spodziewamy się, że wzrost proporcjonalnie rozłożony na najważniejsze sekcje (przemysł, handel, transport, budownictwo). Odczyt potwierdza nie tyle stabilizację, co niewielki dryf w kierunku coraz mniejszych wzrostów zatrudnienia (możemy obserwować niebawem spadki w ujęciu miesięcznym). Wynika to z zacieśnienia na rynku pracy, które przejawia się m.in. w problemach ze znalezieniem pracowników (widocznych w coraz dłuższym czasie potrzebnym do zapełnienia wakatów). Przeciętne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 7,8% r/r, powyżej konsensusu (7,2%) i nieco bliżej naszej optymistycznej prognozy (7,5%). Na podstawie struktury wzrostów z poprzednich miesięcy i naszych szacunków przypuszczamy, że przyspieszenie względem poprzedniego miesiąca (6,7% r/r) to zasługa spłotu kilku korzystnych czynników: wypłat premii w górnictwie i bazy statystycznej z poprzedniego roku, korzystnego układu dni roboczych (wzrost z -1 do +1 r/r) podbijającego ruchome składniki wynagrodzeń w przemyśle i budownictwie oraz solidnych trendów wzrostowych w sekcjach usługowych. Jakkolwiek baza statystyczna miała walny udział w kwietniowym wyniku, w danych o płacach widoczne jest budowanie momentum w ostatnich miesiącach. O mocnych przesłankach za wzrostem płac wypowiadaliśmy się wielokrotnie, dlatego powtórzymy tylko, że w obecnych warunkach można sobie z powodzeniem wyobrazić wzrost przeciętnego wynagrodzenia w przedziale 8-10% w drugiej połowie roku. Obecny epizod wzrostu cen paliw może dodatkowo stymulować żądania płacowe, wszakże ten element koszyka inflacyjnego ma wszelkie cechy czyniące z niego ważny silnik napędowy dla oczekiwań inflacyjnych (sztywny popyt, medialność tematu, duża częstotliwość zmian cen i zakupów).

Budżet

W pierwszych czterech miesiącach roku budżet państwa zanotował nadwyżkę wynoszącą 9,3 mld PLN, przy czym w samym tylko kwietniu budżet zamknął się na plusie, z dochodami przekraczającymi wydatki o 6,2 mld PLN. Jest to najlepszy wynik kwietnia w historii, drugi najlepszy wynik pojedynczego miesiąca i najwyższa skumulowana nadwyżka w historii budżetu. Co ciekawe, tym razem dobry wynik budżetu został osiągnięty bez istotnego wkładu ze strony dochodów z VAT (które wzrosły jedynie o 3% r/r). Po stronie dochodowej kluczowy okazał się wzrost wpływów z PIT i CIT (odpowiednio, o 72% i 21% r/r – ta pierwsza dynamika to w dużej mierze efekt przesunięć między marcem i kwietniem) oraz dochodów niepodatkowych (o 26% r/r). Po stronie wydatkowej utrzymała się presja na niską realizację, co wynika przede wszystkim ze spadku wydatków na obsługę długu i z niższej dotacji do FUS i FER. Dysponując danymi za pierwsze cztery miesiące, pozwoliliśmy sobie na przeprowadzenie prostej symulacji przebiegu deficytu w kolejnych miesiącach. Zakładając, że w kolejnych miesiącach strona dochodowa i wydatkowa relatywnie do harmonogramu będzie realizowana tak, jak w poprzednim roku, i uwzględniając brak wpłaty zysku NBP do budżetu, dochodzimy do wniosku, że nadwyżka w budżecie państwa utrzyma się do listopada. Nawet przy mobilizacji wydatkowej w grudniu porównywalnej do zeszłorocznej można się spodziewać całorocznego deficytu poniżej 20 mld PLN. Oznacza to równocześnie ograniczoną podaż SPW na najbliższych miesiącach i prawdopodobne wypracowane nadwyżki pierwotnej przez budżet państwa (a prawdopodobnie również przez cały sektor instytucji rządowych i samorządowych).

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

michal.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 prawdopodobieństwo połączenia instytucji 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. Podczas omówienia wyników za 1Q'18 spółka nadal podtrzymała ambitną prognozę na marżę odsetkową w 2018 roku, która implikuje jej wzrost w 2H'18 oraz obniżenie prognozy na koszt ryzyka. Ponadto, Zarząd nie wykluczył, że pozytywnej korekcie ulegnie także prognoza Zarządu odnośnie kosztów.

Cena bieżąca

71,45 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

109,00 PLN

+52,6%

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

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	+3,7%	+3,4%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-10,1%	-2,8%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	19,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 235,5	Średni obrót 6M	23,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,6	-25,0%
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	11,7	17,9	9,7	8,2
P/BV	1,5	1,4	1,2	1,0
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

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)		124,21
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 6,3%. Niemniej jednak podkreślamy, że pomimo wstępnych konsultacji Zarządu BZ WBK z KNF odnośnie wypłaty dywidendy w 2019 roku 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	366,20 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	430,00 PLN	+17,4%

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

Podstawowe dane		BZW PW	vs. WIG
Ticker	BZW PW	Zmiana 1M	+4,9% +4,5%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	-6,9% +0,5%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	23,4 mln PLN
MC (mln PLN)	36 339,7	Średni obrót 6M	19,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,4 -4,5%
Free float	30,0%	P/E 5Y avg	15,0 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	16,8	16,4	14,4	11,8	10,4
P/BV	1,8	1,7	1,3	1,3	1,2
ROE	11,1%	10,6%	10,4%	11,1%	11,8%
DPS	21,33	5,40	6,69	12,55	15,46
DYield	5,8%	1,5%	1,8%	3,4%	4,2%
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 rezidualna	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		47 496
na akcję (PLN)		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 (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Nasze prognozy wskazują, że GNB osiągnie zysk netto w 2018 roku. Niemniej jednak, wynika to głównie ze zdarzeń jednorazowych, które rekompensują słabe przychody podstawowe. W naszych prognozach założyliśmy większą emisję akcji (dodatkowe 490 mln PLN), ale nie włączamy 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 zależy od progressu jaki bank wykona w celu poprawy wyników w kolejnych kwartałach, a co za tym idzie uprawdopodobni emisję dodatkowych instrumentów Tier 1.

Cena bieżąca

1,08 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

1,40 PLN

+29,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	1,40 PLN	2018-05-09

Podstawowe dane			GNB PW	vs. WIG
Ticker	GNB PW	Zmiana 1M	-10,7%	-11,1%
ISIN	PLGETBK00012	Zmiana YTD	-33,3%	-26,0%
Liczba akcji (mln)	1 044,6	Średni obrót 1M	1,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 128,1	Średni obrót 6M	2,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	8,0	-36,5%
Free float	49,8%	P/E 5Y avg	12,6	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	-	-	21,8	8,1	3,5
P/BV	0,2	0,2	0,2	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			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	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

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%

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		3 776
na akcję (PLN)		3,49
Podatek bankowy		-2,17
Wartość godziwa na akcję		1,32
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		1,40

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 pozytywnie postrzegamy wyniki za 1Q'18, które powinny spowodować wzrost konsensusu na cały rok.

Cena bieżąca	78,30 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	94,00 PLN	+20,1%

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

Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	-1,5%	-1,9%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-4,4%	+2,9%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	3,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 230,6	Średni obrót 6M	2,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,6	-7,8%
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	17,0	19,1	16,2	13,3
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	6,0%	5,9%	5,2%	6,2%
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	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 rezydualna	521	4%
Wartość godziwa	13 275	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	101,60	
Cena docelowa za 9M (PLN)	108,08	

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	13 275
Zyski ekonomiczne	50%	12 181
Średnia wartość godziwa		12 728
na akcję (PLN)		97,41
Podatek bankowy		-9,05
Wartość godziwa na akcję		88,37
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		94,00

ING BSK akumuluj (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 1,7%, zaś w 2019 1,9%. 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

195,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

212,00 PLN

+8,7%

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

Podstawowe dane			ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	+0,1%	-0,2%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	-3,7%	+3,6%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	3,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	25 369,5	Średni obrót 6M	5,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	15,4	-3,0%
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	20,2	18,1	16,1	14,2	13,1
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%	1,7%	1,9%	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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	32 194
Zyski ekonomiczne	50%	30 547
Średnia wartość godziwa		31 371
na akcję (PLN)		241,13
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	8,40 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	7,00 PLN	-16,7%

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

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	+0,4%	+0,0%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	-6,0%	+1,3%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M		6,9 mln PLN
MC (mln PLN)	10 190,2	Średni obrót 6M		8,1 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,8	-3,4%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	13,2	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	14,5	15,0	14,1	12,8
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

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		10 367
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.

Cena bieżąca

119,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

157,00 PLN

+30,9%

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

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	+2,4%	+2,0%
ISIN	PLPEKAO00016	Zmiana YTD	-7,4%	-0,1%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	115,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	31 470,2	Średni obrót 6M	78,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,8	-20,0%
Free float	49,9%	P/E 5Y avg	16,0	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	13,8	12,7	14,4	11,9
P/BV	1,4	1,4	1,3	1,3
ROE	9,8%	10,7%	9,4%	11,1%
DPS	8,70	8,68	7,90	8,32
DYield	7,3%	7,2%	6,6%	6,9%
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	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 rezidualna	1 402	3%
Wartość godziwa	47 563	100%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	181,31	
Cena docelowa za 9M (PLN)	192,87	

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	47 563
Zyski ekonomiczne	50%	44 581
Średnia wartość godziwa		46 072
na akcję (PLN)		175,58
Podatek bankowy		-27,99
Wartość godziwa na akcję		147,59
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		157,00

PKO BP 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. Niemniej jednak wyniki za 1Q'18 uprawdopodobniły osiągnięcie przez PKO BP w 2018 roku poziomu wyniku netto wyznaczonego przez konsensus. 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	39,24 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	38,00 PLN	-3,2%

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

Podstawowe dane			PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	-3,4%	-3,8%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-11,4%	-4,1%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	102,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	49 050,0	Średni obrót 6M	90,5 mln PLN	
		P/E 12M fwd	13,2	-0,5%
Free float	68,6%	P/E 5Y avg	13,3	dyskonto

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	17,1	15,8	14,8	12,3
P/BV	1,5	1,4	1,2	1,1
ROE	9,1%	9,0%	8,7%	9,5%
DPS	0,00	0,00	0,55	0,66
DYield	0,0%	0,0%	1,4%	1,7%
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 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

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

Komercni Banka kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiam bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Komercni Banka oraz cenę docelową. Uważamy, że wyniki Komercni Banka na lata 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 (5% wobec 3%) oraz brak ryzyka systemowego. Pomimo sprzyjającego środowiska operacyjnego Komercni Banka nie doświadczyło re-ratingu, tak jak to miało miejsce w polskim sektorze bankowym. Uważamy, że Komercni Banka nie powinno być notowane z dyskontem do takich banków jak PKO BP czy BZ WBK. Obecna wycena rynkowa stwarza okazję inwestycyjną.

Cena bieżąca

907,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

1 111,00 CZK

+22,5%

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

Podstawowe dane			KOMB CP	vs. WIG
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	-0,4%	-0,7%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+4,5%	+11,8%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	127,6 mln CZK	
MC (mld CZK)	171,3	Średni obrót 6M	137,9 mln CZK	
		P/E 12M fwd	12,6	-9,2%
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	12,5	11,5	11,6	9,9
P/BV	1,7	1,8	1,5	1,3
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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln CZK)	wartość	udział
Etap I (2017-18)	14 803	7%
Korekta o PV	-2 891	-1%
Etap II (2019-33)	138 392	66%
Etap III (2034-53)	37 780	18%
Wartość rezidualna	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		1 063
Cena docelowa za 9M (CZK)		1 111

Erste Bank akumuluj (podwyższona)

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

Po ostatniej przecenie podwyższamy rekomendację dla Erste Banku z trzymaj do akumuluj. 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.

Cena bieżąca	34,78 EUR	potencjał zmiany
Cena docelowa	40,00 EUR	+15,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	40,00 EUR	2018-06-06	
poprzednia	trzymaj	40,00 EUR	2018-02-02	
Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	-5,9%	-6,2%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	-0,4%	+6,9%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	33,9 mln EUR	
MC (mln EUR)	14 948,4	Średni obrót 6M	27,5 mln EUR	
		P/E 12M fwd	10,2	-11,4%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	11,6	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	11,8	11,4	10,6	9,9
P/BV	1,2	1,1	0,9	0,8
ROE	10,8%	10,0%	9,5%	9,0%
DPS	0,50	1,00	1,20	1,06
DYield	1,4%	2,9%	3,5%	3,1%
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%

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

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%

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								

Podsumowanie wyceny

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

OTP Bank kupuj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po ostatniej przecenie waleorów podwyższamy naszą rekomendację akumuluj do kupuj 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 synergie 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.

Cena bieżąca

10 210,00 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

12 090,00 HUF

+18,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	12 090,00 HUF	2018-06-06	
poprzednia	akumuluj	12 090,00 HUF	2018-02-02	
Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	-5,1%	-5,4%
ISIN	HU00000061726	Zmiana YTD	-2,7%	+4,6%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	7,5 mld HUF	
MC (mld HUF)	2 726,4	Średni obrót 6M	5,3 mld HUF	
		P/E 12M fwd	10,4	+2,5%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	10,1	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln 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	13,5	9,7	10,3	9,5
P/BV	1,9	1,7	1,5	1,4
ROE	15,3%	18,4%	15,3%	15,1%
DPS	173,01	199,22	253,21	260,44
DYield	1,7%	2,0%	2,5%	2,6%
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

(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 WNIPI	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

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%

Wycena sumą części (SOTP)

(mld HUF)	Wartość godziwa	FVPS (HUF)	Zysk netto			P/E	BV	P/BV
			2018	2019	2020	2018	2018	2018
Węgrzy + pozostałe	1 841	6 893	168,6	153,1	158,4	10,9	12,0	11,6
CEE ogółem	1 316	4 915	92,9	125,0	143,8	14,2	10,5	9,1
DSK	564	2 112	46,1	50,3	52,8	12,2	11,2	10,7
OBS	35	130	-0,8	1,8	2,7	-42,2	19,6	13,1
OTP Banka Hrvatska	273	1 021	16,5	24,5	26,2	16,6	11,1	10,4
OTP Banka Romania	114	426	2,8	6,5	8,1	40,8	17,6	14,0
OTP Russia	231	854	17,0	27,7	35,1	14,0	8,6	6,7
CJSC OTP Bank	34	127	11,5	11,5	12,4	3,0	3,0	2,8
OTP Banka Serbia	58	217	-0,9	2,2	5,6	-67,2	28,3	11,4
CKB	7	27	1,0	0,5	0,8	7,4	14,6	8,6
Suma dywizji	3 156	11 808	261,5	278,0	302,3	12,1	11,4	10,4
Podatek bankowy	-155	-579						
Grupa OTP ogółem	3 002	11 229						

Podsumowanie wyceny

(mld HUF)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		10,2%
DDM	50%	3 286
Zyski ekonomiczne	50%	3 051
Średnia wartość godziwa na akcję (HUF)		3 168
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 7-8%) 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. Spółka w 1Q'18 utworzyła 148 mln PLN rezerw na tzw. zadośćuczynienia i uważa, że obecny poziom rezerw jest adekwatny. Uważamy, że przy poprawie wyniku inwestycyjnego w pozostałej części roku konsensus prognoz na cały rok jest nadal w zasięgu spółki.

Cena bieżąca	38,94 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	50,58 PLN	+29,9%

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

Podstawowe dane			PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-5,9%	-6,2%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-7,6%	-0,3%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	76,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	33 625,6	Średni obrót 6M	67,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,5	-16,4%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	12,6	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	17,3	11,6	10,0	9,8
P/BV	2,6	2,3	2,1	2,0
ROE	15,0%	21,1%	22,2%	21,4%
DPS	2,08	1,40	2,70	3,11
DYield	5,3%	3,6%	6,9%	8,0%
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%

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	

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 1,0-1,2 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.

Cena bieżąca

228,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

300,94 PLN

+32,0%

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

Podstawowe dane			KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	+1,3%	+1,0%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	-11,1%	-3,8%
Liczba akcji (mln)	18,7	Średni obrót 1M	12,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 273,7	Średni obrót 6M	16,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	-	EV/EBITDA 12M fwd	12,2	-5,0%
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 wierzyt.	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	16,9	14,5	12,1	10,3	9,7
P/BV	3,3	2,9	2,4	2,1	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%	2,2%	2,5%	4,9%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Nabyte pakiety wierzycielności			0,0%	0,0%	0,0%
Usługi windykacyjne			0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe produkty			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty ogólne			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZIS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Nabyte pakiety wierzycieln	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 dziale	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 finansov	-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%
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	5 717
Wartość firmy (EV)	5 937
Dług netto	1 379
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wartość firmy na 01/2017	4 558
Korekta o wartość pieniądza w czasie	27
Obecna wartość godziwa	4 585
Ilość akcji (mln)	18,7
Wartość firmy na akcję (PLN)	244,62

Podsumowanie wyceny

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

Wycena na akcję

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

Prime Car Management kupuj (podtrzymana)

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

Obniżamy naszą cenę docelową do poziomu 15,54 PLN na akcję. Jednocześnie obniżamy nasze prognozy o 41%-28% na lata 2018-2020. Niższe prognozy wynikają z gorszego zysku na remarketingu (obecnie oczekujemy kontrybucji na poziomie 7% zysku brutto wobec 30% historycznie) oraz z wolniejszego wzrostu aktywów spółki spowodowanego ograniczeniami kapitałowymi. W kolejnych latach spółka nadal będzie się zmagać z zapadającymi coraz większymi kontraktami a przez to z rosnącymi zapasami (na koniec 1Q zapasy równe 92 mln PLN) oraz z presją cenową na używane pojazdy wywołaną przez mocną złotówkę oraz rosnący import używanych samochodów z silnikiem diesla. W kolejnych 6 latach oczekujemy, że spółka nie przekroczy wskaźnika dług / KW na poziomie 3,6x co wiąże się z ograniczeniem wypłaty dywidendy do 1 PLN na akcję (DY równy 8%). Nie przewidujemy aby spółka miała problem z sytuacją dłużną. Na koniec 1Q spółka miała niewykorzystane linie kredytowe w wysokości 440 mln PLN oraz 4,0x główny kowenant. Dług spółki obecnie wynosi 1,5 mld PLN z czego jedynie 249 mln PLN z tytułu obligacji z czego w przeciągu roku zapada 589 mln PLN. Nasza cena docelowa implikuje 31%-33% dyskonto (44%-45% wyceny rynkowej) do grupy porównawczej na wskaźniku 2018-19 P/E oraz ~81% dyskonto na wskaźniku 2018-19 P/BV, co uzasadniamy znacznie gorszą rentownością spółki. Uważamy, że gorsze prognozy wyników jak i niższa dywidenda lub jej brak w 2018 roku nie uzasadniają aż tak znaczącej przeceny walorów jaka miała miejsce w ostatnim tygodniu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	12,70 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	15,54 PLN	+22,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	15,54 PLN	2018-06-06
poprzednia	kupuj	33,00 PLN	2018-04-06
Podstawowe dane		PCM PW	vs. WIG
Ticker	PCM PW	Zmiana 1M	-40,9% -41,3%
ISIN	PLPRMCM00048	Zmiana YTD	-55,5% -48,2%
Liczba akcji (mln)	11,9	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	151,2	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	163,2	EV/EBITDA 12M fwd	8,2 +15,1%
Free float	40,0%	EV/EBITDA 5Y avg	7,1 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody ogółem	573	599	668	709	758
z leasingu oper.	146	144	143	145	161
odsetkowe	44	53	59	65	78
Koszty razem	-527	-553	-641	-678	-717
Zysk netto	36	36	21	25	32
P/E	4,2	4,2	7,2	6,2	4,8
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
ROE	7,9%	8,0%	4,6%	5,2%	6,5%
DPS	5,50	2,36	1,00	1,00	1,00
DYield	43,3%	18,6%	7,9%	7,9%	7,9%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Przychody z leasingu operacyjnego		+2,1%	-2,6%	+1,5%	
Przychody odsetkowe		-1,8%	-13,9%	-16,1%	
Przychody ogółem		+0,7%	-2,8%	-2,0%	
Koszty razem		+3,8%	+0,2%	-0,0%	
Zysk netto		-41,1%	-40,5%	-28,0%	

RZiS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	435	467	502	523	566
z leasingu operacyjnego	146	144	143	145	161
z prowizji i opłat	235	265	295	308	322
odsetkowe	44	53	59	65	78
pozostałe	9	6	5	5	5
Koszty	402	435	477	494	528
napraw i serwisu	200	226	255	260	273
amortyzacja leasingu	118	111	113	113	121
ogólnego zarządu	43	44	50	51	52
odsetkowe	38	48	56	66	79
pozostałe	4	6	4	4	4
Wynik na remarketingu	14	14	2	2	2
Zysk (strata) brutto	46	46	27	31	40
Podatek dochodowy	-10	-10	-6	-7	-9
Zysk (strata) netto	36	36	21	25	32

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
PV Dywidend (Etap I)	76	48%
PV Dywidend (Etap II)	32	20%
PV wartości rezydualnej	50	31%
Wartość godziwa na 07/2017	158	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	6	
Wartość godziwa	165	
Liczba akcji (mln)	11,9	
Koszt kapitału	9,0%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	13,84	
Cena docelowa za 9M (PLN)	14,78	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowy TNAV	454	259%
Etap I (2017-2027)	-123	-70%
Etap II - 20-lat	-156	-89%
Wartość godziwa na 01/2017	175	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	7	
Wartość godziwa	182	
Liczba akcji (mln)	11,9	
Koszt kapitału	9,0%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	15,27	
Cena docelowa za 9M (PLN)	16,30	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	165
Zyski ekonomiczne	50%	182
Średnia wartość godziwa		173
na akcję (PLN)		14,6
Koszt kapitału 9M		6,8%
Cena docelowa za 9M (PLN)		15,54

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 ze znaczącym dyskontem do światowych funduszy inwestycyjnych. Uważamy, że obecna wycena stwarza okazję inwestycyjną.

Cena bieżąca

28,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

56,30 PLN

+99,6%

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

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+2,2%	+1,8%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	+1,8%	+9,1%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	192,4	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	8,2	-1,0%
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	5,9	8,1	6,8	5,7	4,6
P/BV	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9
ROE	34,1%	24,2%	29,8%	35,0%	41,4%
DPS	3,08	4,28	4,15	4,57	5,53
DYield	10,9%	15,2%	14,7%	16,2%	19,6%
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%

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 pracown	-11,7	-16,3	-15,3	-16,0	-16,6
Pozostałe koszty działalno:	-16,0	-18,5	-16,8	-17,5	-18,3
Koszty operacyjne	-60,1	-69,2	-71,8	-79,5	-88,7
Pozostałe	0,9	34,1	25,7	39,2	55,2
Zysk brutto	16,2	40,3	29,3	35,1	41,9
Podatek dochodowy	-3,2	-7,8	-5,6	-6,7	-8,0
Zysk netto	13,0	32,5	23,7	28,4	34,0
Aktywa detaliczne	2 906	3 919	4 518	5 247	6 195
Aktywa dedykowane	12 681	14 623	12 971	13 619	14 300
AUM ogółem	15 587	18 542	17 489	18 866	20 495

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Wycena na akcję

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

Chemia

Ciech

kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 jakub.szkopek@mbank.pl

Wzrost spotowych cen w Azji w końcówce 2017 roku oraz czasowe wyłączenia mocy produkcyjnych w Chinach pozytywnie przełożyły się na wyniki Grupy Ciech w końcówce 2017 roku. Naszym zdaniem wyłączenia szkodliwych mocy produkcyjnych w Chinach nadal będą miały pozytywny wpływ na globalny bilans rynku sody w 2018 roku. Wysoki popyt z Azji budzi nadzieje na szybszą absorpcję nowych mocy produkcyjnych z Turcji. Dodatkowo Kazań Soda (2,5 mln ton nowej produkcji) przesunął moment pełnego rozpoczęcia produkcji na koniec 1Q'18 oraz w wywiadzie dla ICIS przedstawił, że cała planowa na 2018 roku produkcja jest już zakontraktowana. Naszym zdaniem taki scenariusz jest pozytywnym zaskoczeniem dla rynku i konsensusu, który w efekcie wzrostu mocy produkcyjnych oczekuje kolejnego spadku wyników Ciech w 2018 roku. Zarząd przy okazji wyników za 4Q'17 o 1Q'18 przedstawił, że jest zadowolony z kontraktacji sody na 2018 rok. Jego zdaniem zrealizowany został cel odnośnie kontraktacji wolumenów sprzedaży, cen i dotarcia do klientów. Dodatkowo ceny sody w Europie w 2018 roku mogą zanotować dołek by znów rosnąć w kolejnych latach. Ciech w 2018 roku wyraźnie wyróżnia się na tle spółek chemicznych pod względem wielkości wypłacanej dywidendy (rekomendacja Rady Nadzorczej 7,5 PLN/akcja). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy Ciech, a cenę docelową korygujemy o aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej i wielkość wypłacanej dywidendy do 88,64 (wcześniej 89,71 PLN/akcja).

Cena bieżąca	60,20 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	88,64 PLN	+47,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	88,64 PLN	2018-06-06
poprzednia	kupuj	89,71 PLN	2018-05-09
Podstawowe dane			
	CIE PW	Zmiana 1M	+8,0% +7,6%
Ticker	PLCIECH000018	Zmiana YTD	+4,7% +12,0%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	4,0 mln PLN
MC (mln PLN)	3 172,5	Średni obrót 6M	3,2 mln PLN
EV (mln PLN)	4 147,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,6 -10,0%
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	3 762	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	396	381	415
P/E skor.	5,4	8,5	8,0	8,3	7,7
P/BV	1,8	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA skor.	4,9	5,0	5,2	5,3	4,9
DPS	2,85	0,00	7,50	4,14	4,69
DYield	4,7%	0,0%	12,5%	6,9%	7,8%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			-0,3%	-0,6%	-0,5%
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%

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	707
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	-438	-261	-290
Dywidenda/buyback	-150	0	-395	-218	-247
FCF	387	234	328	287	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	108	104	113	109	109	109	108	106	104	104	104
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	287	369	469	457	444	435	427	420	418	417
PV FCF	310	252	301	354	318	285	256	230	206	189	
WACC	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	8,1%	8,2%	8,3%	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	4 502	4 644	4 747	4 902	5 095
Aktywa trwałe	3 210	3 205	3 376	3 515	3 604
Kapitał własny	1 767	2 188	2 248	2 411	2 578
Udział mniejszości	-3	-3	-3	-3	-3
Dług netto	1 116	865	978	954	877
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	1,0	1,2	1,2	1,1
Dług netto/kap. wł. (x)	0,6	0,4	0,4	0,4	0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	8,0	7,5	6,1	6,6	4,6	4,9
Maksimum	24,4	22,3	19,2	16,5	14,1	12,6
Mediana	15,6	13,5	11,7	7,5	6,8	6,7
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 700
Dług netto	865
Inne korekty	-3
Wycena DCF na akcję (PLN)	89,79

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	76,97
DCF	50%	89,79
Cena wynikowa		83,38
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		88,64

Grupa Azoty trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Producenci nawozów w Europie zmagają się od początku 2018 roku z wyższymi cenami gazu ziemnego (YDT +32% r/r w USD) i braku możliwości przełożenia cen na produkt końcowy z uwagi na nowe na rynku inwestycje. Według naszych szacunków globalnie poza Chinami w latach 2017-2018 dostępnych będzie 4-4,2 mln ton netto z nowych instalacji (po uwzględnieniu spadku eksportu z Chin) przy średniorocznym wzroście popytu na poziomie około 3 mln ton. Szansę na odbicie cen nawozów dają rosnące od początku roku ceny zbóż, ale z uwagi na tegoroczne opóźnienie zasiewu i duże zapasy nawozów u dystrybutorów, naszym zdaniem w 2Q'18 i 3Q'18 Grupa Azoty będzie kontynuowała spadkowy trend rezultatów. Jednocześnie Spółka wchodzi w okres wysokich nakładów inwestycyjnych, które powodować będą, że FCF w kolejnych czterech latach będzie ujemny i dopiero rok 2022 przyniesie powrót do generowania gotówki. Naszym zdaniem słaba perspektywa dwóch kolejnych kwartałów, wzrosty cen surowców energetycznych oraz zmiany wag w indeksie MSCI zostały już zdyskontowane przez rynek. Grupa Azoty może naszym zdaniem w perspektywie miesiąca zanotować techniczne odbicie z uwagi na dobre zachowanie cen zbóż. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację (trzymaj) oraz cenę docelową (44,40 PLN/akcja) dla Grupy Azoty.

Cena bieżąca

46,68 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

44,40 PLN

-4,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	44,40 PLN	2018-05-25

Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-6,9%	-7,3%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	-32,9%	-25,6%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	3,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 630,4	Średni obrót 6M	2,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 183,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	-25,5%
Free float	22,7%	EV/EBITDA 5Y avg	6,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	8 956	9 617	9 631	9 992	10 272
EBITDA skor.	1 034	1 262	1 088	1 109	1 161
marża EBITDA	11,5%	13,1%	11,3%	11,1%	11,3%
EBIT skor.	523	672	434	424	465
Zysk netto skor.	385	550	306	290	308
P/E skor.	12,0	8,4	15,1	16,0	15,1
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA skor.	5,3	4,4	5,7	6,2	6,6
DPS	0,84	0,79	1,20	0,90	0,88
DYield	1,8%	1,7%	2,6%	1,9%	1,9%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Saletra (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Melamina (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Poliamid 6 (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Propylen (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA nawozy	600	484	321	345	419
EBITDA tworzywa	-33	221	239	226	223
EBITDA chemia	271	348	398	375	351
EBITDA energetyka	95,5	58,4	60,1	55,4	52,1
EBITDA pozostałe	40	76	59	108	117
Przepływy oper.	1 136	1 107	1 015	1 042	1 089
Amortyzacja	511	590	653	685	696
Kapitał obrotowy	137	13	0	-8	-6
Przepływy inw.	-1 303	-709	-1 220	-1 494	-1 765
CAPEX	1 236	1 063	1 420	1 548	1 765
Przepływy fin.	76	39	-174	-157	594
Dywidenda/buyback	-83	-78	-119	-89	-87
FCF	-214	53	-414	-516	-682
FCF/EBITDA	-21%	4%	-38%	-47%	-59%
CFO/EBITDA	114%	93%	94%	94%	94%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Mocznik (PLN/t)	1 474	1 538	1 545	1 555	1 548	1 552	1 552	1 552	1 552	1 552	1 552
Saletra (PLN/t)	1 258	1 312	1 313	1 324	1 317	1 320	1 320	1 320	1 320	1 320	1 320
Gaz ziem. (PLN/m3)	1 045	1 082	1 109	1 180	1 180	1 180	1 180	1 180	1 180	1 180	1 180
Przychody	9 631	9 992	10 272	10 451	11 480	12 083	12 277	12 446	12 564	12 691	12 795
EBITDA	1 078	1 109	1 161	1 196	1 318	1 443	1 430	1 421	1 402	1 405	1 397
marża EBITDA	11,2%	11,1%	11,3%	11,4%	11,5%	11,9%	11,7%	11,4%	11,2%	11,1%	10,9%
EBIT	424	424	465	524	396	518	511	516	521	518	510
Podatek	71	69	73	79	24	48	51	55	58	58	56
CAPEX	-1 420	-1 548	-1 765	-1 439	-1 056	-553	-601	-644	-815	-881	-887
Kapitał obrotowy	0	-8	-6	-4	-22	-13	-4	-4	-3	-3	-2
FCF	-414	-516	-682	-326	217	828	774	719	527	464	452
PV FCF	-399	-464	-576	-259	159	566	488	418	284	231	
WACC	7,8%	7,4%	7,0%	6,8%	7,1%	7,2%	7,3%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	11 052	11 738	11 931	12 214	13 269
Aktywa trwałe	7 651	8 070	8 847	9 713	10 788
Kapitał własny	6 534	6 856	7 035	7 235	7 456
Udział mniejszości	595	588	599	609	618
Dług netto	273	367	953	1 616	2 468
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,3	0,9	1,5	2,1
Dług netto/kap. wł. (x)	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	10,3	9,4	8,5	6,0	5,7	4,6
Maksimum	42,6	23,1	17,9	12,6	10,1	9,4
Mediana	17,8	12,1	11,0	8,4	7,6	6,9
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	449
Dług netto	367
Inne korekty	-588
Wycena DCF na akcję (PLN)	34,99

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	48,51
DCF	50%	34,99
Cena wynikowa		41,75
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		44,40

Polwax kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W ostatnich tygodniach pojawia się coraz więcej sygnałów świadczących o możliwym odwróceniu trendu na cenach parafin i gaczy parafinowych. Na taki obrót zdarzeń liczymy co prawda już od wielu miesięcy (systematyczne pogarszanie się rentowności na ciężkich produktach rafinacji powinno wpływać na ograniczenie podaży i wzrost spotowych cen surowca wykorzystywanego przez Polwax), ale teraz pojawiły się pierwsze podwyżki i dołek na gaczach oferowanych przez dostawców rosyjskich prawdopodobnie został wyznaczony w kwietniu. Przy stabilnym benchmarku ICIS, do którego jest indeksowany kontrakt z Lotosem powinno to w końcu przełożyć się na poprawę marży brutto na sprzedaży, szczególnie że w pierwszych miesiącach roku Polwax realizował politykę obrony cen kosztem wolumenów. Popyt na parafiny powinien być więc w kolejnych miesiącach mocny, a rewizja cennika po długim okresie niskim cen może tylko nakręcać „paniczne” zakupy. 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. Wydaje się więc, że korekta naszych prognoz dokonana w maju była wystarczająca i rezultaty w 2H'18 odbudują sentyment inwestorów. Utrzymujemy naszą rekomendację kupuj zwracając uwagę, że tegoroczny wskaźnik EV/EBITDA 6,6x uwzględnia już znaczną część nakładów na nową instalację, a nie bierze pod uwagę przyszłej kontrybucji do wyników. Jeśli chodzi o sytuację bilansową to pomimo większego wpływu środków na inwestycję oraz słabsze wyniki, wskaźnik długu netto do EBITDA nie przekroczy granicznego poziomu 3,5x, m.in. dzięki zarządzaniu kapitałem obrotowym.

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
Gacz (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%

Cena bieżąca

8,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

16,69 PLN

+106,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	16,69 PLN	2018-05-09

Podstawowe dane			PWX PW	vs. WIG
Ticker	PWX PW	Zmiana 1M	-3,1%	-3,5%
ISIN	PLPOLWX00026	Zmiana YTD	-26,7%	-19,4%
Liczba akcji (mln)	10,3	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	83,4	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	174,7	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	+10,6%
Free float	84,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8	premia

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	4,0	4,8	5,4	4,0	4,3
P/BV	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	3,5	4,2	6,7	6,0	5,0
DPS	1,06	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	13,1%	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%	
Capex		0,0%	0,0%	0,0%	
Parafiny EUR/t		0,0%	0,0%	0,0%	
EUR/PLN		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans i CF

(mln PLN)	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

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Słabsze od oczekiwań wyniki za 1Q'18 na razie nie wpłynęły na rewizję konsensusu EBITDA, mimo że wykonanie po pierwszych trzech miesiącach wyniosło tylko 21%, choć może to być mylące z uwagi na obserwowane wzrosty cen ropy i perspektywę dodatniego efektu LIFO. Podtrzymujemy opinię, że 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 (ich roczny potencjał EBITDA to około 500-600 mln PLN). Uważamy, 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. Gwarancja wysokiej ceny na połowę ekspozycji na pewno stanowi wsparcie dla kursu, ale nie chroni akcjonariuszy w pełni przed dalszym pogorszeniem makro i negatywnymi aspektami pozostawiania mniejszości w akcjonariacie po przejęciu kontroli przez PKN (patrz historia LWB). Utrzymujemy neutralną rekomendację.

Cena bieżąca

57,12 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

52,81 PLN

-7,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	52,81 PLN	2018-05-09

Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	+5,0%	+4,6%
ISIN	PLLOTOS000025	Zmiana YTD	-1,0%	+6,3%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	17,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 560,0	Średni obrót 6M	17,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 682,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	-20,3%
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	10,4	6,3	15,3	11,5	10,3
P/BV	1,2	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,3	4,3	6,4	5,6	4,7
DPS	0,00	1,00	1,63	1,49	2,47
DYield	0,0%	1,8%	2,8%	2,6%	4,3%
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%

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	4,2	6,5	5,7	4,8
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%

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%
Zdykontowana 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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs MOL-a znalazł się w maju pod presją, co można tłumaczyć słabymi odczytami marż petrochemicznych, aczkolwiek bardziej się to wpisuje zapewne w ogólną przecenę w regionie. Na razie utrzymujemy neutralną rekomendację, choć podtrzymujemy opinię, że w ramach sektora koncern wygląda najciekawiej z uwagi na profil biznesowy i wskaźniki EV/CCS EBITDA (4,7x 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 marż na poliolefinach, które na początku roku były jeszcze relatywnie wysokie. „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 (długoterminowy 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 (potencjalny wpływ takiej transakcji po cenie zakupu to nawet +10-12% MCap).

Cena bieżąca

2 700 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

2 954 HUF

+9,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	2 954 HUF	2018-05-09

Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-5,9%	-6,3%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	-7,5%	-0,2%
Skor. I. akcji (mln)	738,1	Średni obrót 1M	2 440,7 mln HUF	
MC (mln HUF)	1 992 946,8	Średni obrót 6M	2 155,9 mln HUF	
EV (mln HUF)	2 669 333,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-7,3%
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	7,6	6,5	10,3	10,4	8,9
P/BV	1,3	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	4,7	4,1	4,6	4,6	4,2
DPS	70,88	78,13	127,50	67,06	70,41
DYield	2,6%	2,9%	4,7%	2,5%	2,6%
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.	4,8	4,1	4,7	4,7	4,3
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

(mld 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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Po mocniejszym odbiciu w kwietniu, kurs akcji PGNiG w maju praktycznie nie zmienił się, co w kontekście otoczenia zewnętrznego jest dla nas dużym zaskoczeniem. Po pierwsze rynek zdaje się ignorować utrzymujące się pozytywne trendy na rynku węglowodorów, szczególnie gazu, który w Europie jest już droższy r/r o ponad 40% (wzrosty kontra wzorzec sezonowy). Implikowana wartość przychodów segmentu wydobywczego kalkulowana na spotowych notowaniach wzrosła już od lutowych „dołków” o prawie 1,8 mld PLN, co dobrze odzwierciedla wzrost potencjału generowania EBITDA w tym obszarze. Brak entuzjazmu na kursie PGNiG dziwi również biorąc pod uwagę zbliżający się wynik arbitrażu z Gazpromem i ostatnie zobowiązanie rosyjskiego koncernu do urynkowania cen, podjęte w wyniku ugody z KE. Jeśli kontrakt jamalski zostanie powiązany w 100% z notowaniami z hub’ów niemieckich to znacząco zmieni profil ryzyka segmentu obrotu w długim terminie i wyeliminuje problem ewentualnej dekorelacji cen ropy i gazu. Nadal dostrzegamy też duży potencjał w poprawie rentowności tego obszaru w związku z liberalizacją rynku i upowszechnieniem obowiązku magazynowego, mimo że 1Q’18 pod tym względem był rozczarowujący. Zwracamy uwagę, że aktualnie PGN jest notowany z 30% dyskontem do grupy porównawczej, a co jeszcze bardziej zaskakujące z dyskontem (2019-20) do niektórych polskich spółek energetycznych, mimo że koncern płaci dywidendę i z wysokim prawdopodobieństwem nadal będzie koncentrował się na inwestycjach w swoich bazowych segmentach. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

6,05 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,17 PLN

+35,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	8,17 PLN	2018-05-09

Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	+0,3%	-0,0%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	-3,8%	+3,5%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	21,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	34 958,8	Średni obrót 6M	22,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	34 358,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-18,2%
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	14,9	12,0	8,3	7,9	7,9
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	5,9	5,4	4,1	3,8	3,4
DPS	0,18	0,20	0,25	0,29	0,31
DYield	3,0%	3,3%	4,2%	4,8%	5,1%
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%	

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
distribucja	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%

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

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	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%
Zdykontowana 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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Maj przyniósł 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 awaryjne), 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 inwestycyjne, 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 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.

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.	5,4	4,1	7,2	7,2	6,2
Effekt 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%

Cena bieżąca

86,76 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

76,73 PLN

-11,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	76,73 PLN	2018-05-09

Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	+3,6%	+3,2%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-18,2%	-10,8%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	67,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	37 108,0	Średni obrót 6M	76,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	45 461,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,9	-14,8%
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	7,1	5,6	12,6	13,2	10,7
P/BV	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	4,5	3,7	7,0	7,0	6,0
DPS	2,13	3,00	3,00	3,44	2,95
DYield	2,5%	3,5%	3,5%	4,0%	3,4%
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%

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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs CEZ idealnie odwzorowywał w ostatnich tygodniach wzrosty cen energii, co wpisuje się w historyczną korelację. Niemniej jednak uważamy, że aktualna wycena koncernu powinna skłaniać do realizacji zysków (rekordowa premia do indeksu branżowego). Czeski koncern notowany jest już z 15% premią na EV/EBITDA do indeksu Stoxx Utilities, podczas gdy historycznie te wskaźniki były zbliżone. Taka relacja może tym bardziej dziwić, że w perspektywie kolejnych lat wysokość płaconej dywidendy nie będzie już tak atrakcyjna, ani na tle grupy porównawczej (średnio za ostatnie 3-lata odchylenie wynosiło 30%, a teraz DYield 12M FWD plasuje się nawet nieco poniżej konkurencji), ani w relacji do stopy wolnej od ryzyka (premia do obligacji 10-letnich spada ze średniej 5% do prawie 2%). Zwracamy uwagę, że ponad 40% produkcji CEZ pochodzi z wysoko emisyjnych elektrowni na węgiel brunatny i spółka tylko w ograniczonej części korzysta na ostatniej zwyżce cen prądu napędzanej rosnącym kosztem uprawnień CO₂ (korzystniejszy dla rentowności był wcześniejszy wzrost związany z kosztami węgla). Przypominamy, że na spółce nadal ciąży ryzyko projektu atomowego, który rynek zdaje się już wymazał z pamięci, a który w negatywnym scenariuszu nie tylko odcisnąłby się na kapitalizacji ujemnym NPV (-13% za każdy 1 GW bez wsparcia), ale z pewnością stałby się pretekstem do obniżenia wskaźników wyceny w związku z zainfekowaniem aktualnego profilu inwestycyjnego CEZ. Utrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Cena bieżąca

564,50 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

458,38 CZK

-18,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	458,38 CZK	2018-05-29

Podstawowe dane		CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	+3,0% +2,7%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+13,7% +21,0%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	190,3 mln CZK
MC (mld CZK)	303,7	Średni obrót 6M	173,0 mln CZK
EV (mld CZK)	453,6	EV/EBITDA 12M fwd	8,5 +22,6%
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	205 271,0	214 119,6	228 090,6
EBITDA	62 418,0	57 712,0	53 393,6	54 291,0	58 567,8
marża EBITDA	30,6%	28,6%	26,0%	25,4%	25,7%
EBIT	26 114,0	25 620,0	23 858,6	25 601,3	29 029,7
Zysk netto	14 281,0	18 765,0	14 251,0	15 323,6	17 207,0
P/E	21,3	16,2	21,3	19,8	17,6
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA	7,2	7,8	8,5	8,4	7,8
DPS	40,00	33,00	33,00	26,49	28,48
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%	
CO2 (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	58 596	52 196	52 548	55 139	58 313
EBITDA	58 206	55 155	52 548	55 139	58 313
wytwarzanie	25 403	24 050	21 618	23 948	25 974
wydobycie	4 413	4 056	4 063	4 149	4 158
dystribucja	20 386	19 067	19 627	20 119	20 534
obróć	5 489	4 613	4 964	4 525	4 911
pozostałe	2 515	3 369	2 276	2 399	2 737
Saldo finansowe	-6 786	-2 867	-6 083	-6 488	-7 567
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	117,2	123,0	128,9
zwrot na WRA (EBIT)	13,0%	10,4%	10,4%	10,2%	10,1%

Model DCF

(mln CZK)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (EUR/MWh)	41,2	42,3	38,6	39,2	39,6	40,1	40,6	41,1	41,6	42,2	42,2
EUR/CZK	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
CO2 (EUR/t)	14,0	14,6	15,2	15,8	16,4	17,1	17,8	18,5	19,2	20,0	20,0
Przychody	205 271	214 120	228 091	226 124	230 509	232 873	235 268	237 730	240 262	242 867	242 867
EBITDA	56 227	58 910	62 178	60 166	61 028	61 589	62 204	62 801	63 375	63 921	63 921
marża EBITDA	27,4%	27,5%	27,3%	26,6%	26,5%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,3%	26,3%
EBIT	23 859	25 601	29 030	26 205	27 483	27 457	27 939	28 214	28 299	28 227	31 262
Podatek	4 533	4 864	5 516	4 978	5 220	5 214	5 304	5 356	5 371	5 356	5 940
CAPEX	-34 963	-34 663	-34 463	-33 300	-33 262	-33 215	-33 134	-33 016	-32 858	-32 659	-32 659
Kapitał obrotowy	68	-1 038	-1 638	231	-514	-277	-281	-289	-297	-305	-305
FCF	16 799	18 345	20 561	22 118	22 032	22 883	23 485	24 141	24 849	25 601	25 017
PV FCF	16 258	16 787	17 790	18 100	17 051	16 747	16 251	15 794	15 368	14 964	
WACC	5,8%	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	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%

Bilans i CF

(mln CZK)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	48 953	45 812	50 596	51 919	54 136
CFO/EBITDA	84%	83%	96%	94%	93%
Capex	35 553	30 688	34 963	34 663	34 463
Kapitał obrotowy	40 832	24 140	24 072	25 110	26 748
Kapitał własny	256 812	250 018	246 515	247 588	249 471
Dług netto	140 886	139 546	145 575	146 895	147 964
Dług netto/EBITDA (x)	2,4	2,5	2,8	2,7	2,5

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln CZK)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	469 744
Dług netto	139 546
Inne korekty	-57 471
Wycena DCF na akcję (CZK)	506,94

Wycena

(CZK)	waga	cena
Porównawcza	33%	245,07
DYield-porównawcza	17%	594,12
DCF	50%	506,94
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		458,38

Enea kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Enea jest wyceniana na poziomie 3,8x EV/EBITDA'18-20, co podobnie jak w innych polskich spółkach energetycznych jest przede wszystkim pochodną zniszczonego profilu inwestycyjnego, zarówno przez planowane toksyczne dla wartości koncernu inwestycje (spółka praktycznie nie stara się nawet przekonać inwestorów, że będą rentowne), jak i mało zrozumiałe decyzje ws. dywidendy (Zarząd przestaje płacić dywidendę akurat w momencie zakończenia dużych nakładów na blok nr 11 i to przy relatywnie niskim poziomie zadłużenia). Jeśli chodzi o perspektywę wyników i FCF to w naszej opinii wygląda ona bardzo obiecująco (FCF 2018-22 to 0,5 mld PLN przy DN/EBITDA 2,2x na koniec 2018 r.), a konsensus na 2019 rok powinien być podniesiony o 10%. Enea ze swoją flotą wytwórczą powinna zdecydowanie bardziej od lokalnej konkurencji korzystać na obecnych trendach. Z jednej strony posiada kopalnię z najniższymi w kraju kosztami jednostkowymi, która powinna poprawiać EBITDA koncernu o 150-200 mln PLN przy każdej podwyżce cen paliwa o 1 PLN/GJ. Z drugiej, rozpoczęła eksploatację bloku 1000 MW o emisji CO₂ poniżej 0,7 t/MWh, co przy pełnym odwzorowaniu kosztów emisji w cenie energii oznacza dodatni wpływ na EBITDA rzędu 50 mln PLN na każde 5 EUR/t podwyżki cen uprawnień. Może to stanowić podstawę do ewentualnej zmiany nastawienia inwestorów do Enei, szczególnie że wkrótce nadejdzie moment weryfikacji populistycznych zamierzeń z rzeczywistością (aukcje mocowe, finansowanie Ostrołęki). Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

10,34 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,62 PLN

+22,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	12,62 PLN	2018-05-29

Podstawowe dane			ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	+1,0%	+0,6%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-10,1%	-2,8%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	5,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 564,5	Średni obrót 6M	7,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 718,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,0	-22,3%
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	12 232,3	14 265,3	13 951,4
EBITDA	2 327,8	2 683,6	2 845,4	3 290,0	2 984,1
marża EBITDA	20,7%	23,5%	23,3%	23,1%	21,4%
EBIT	1 119,3	1 487,7	1 431,4	1 834,3	1 509,1
Zysk netto	784,4	1 070,2	919,2	1 190,3	945,8
P/E	5,8	4,3	5,0	3,8	4,8
P/BV	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,2	4,1	4,1	3,6	4,0
DPS	0,00	0,28	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	2,7%	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%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	2 520	2 649	2 845	3 290	2 984
EBITDA	2 328	2 684	2 845	3 290	2 984
wytwarzanie	517	735	902	1 247	1 020
wydobycie	609	709	652	755	606
dyskrybucja	1 111	1 073	1 129	1 159	1 208
obrót	154	178	201	167	189
pozostałe	-67	-13	-39	-39	-40
Saldo finansowe	-51	-21	-184	-211	-248
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	17,9	18,2	18,6	18,9
dynamika r/r	3,0%	7,3%	1,9%	1,9%	1,9%
marża obrotu PLN/MWh	9,2	9,9	11,0	9,0	10,0
WRA w mld PLN	7,3	7,5	8,0	8,3	8,7
zwrot na WRA (EBIT)	8,7%	7,7%	7,7%	7,4%	7,6%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (PLN/MWh)	168,5	203,8	194,1	179,0	180,1	181,2	182,4	183,7	185,1	186,5	186,5
Węgiel (PLN/t)	230,0	233,9	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4
CO ₂ (EUR/t)	14,0	14,6	15,2	15,8	16,4	17,1	17,8	18,5	19,2	20,0	20,0
Przychody	12 232	14 265	13 951	13 373	13 538	13 812	14 142	14 345	14 560	14 787	14 787
EBITDA	2 845	3 290	2 984	3 226	3 217	3 309	3 420	3 423	3 431	3 443	3 443
marża EBITDA	23,3%	23,1%	21,4%	24,1%	23,8%	24,0%	24,2%	23,9%	23,6%	23,3%	23,3%
EBIT	1 431	1 834	1 509	1 718	1 704	1 731	1 773	1 742	1 711	1 679	1 277
Podatek	272	349	287	326	324	329	337	331	325	319	243
CAPEX	-2 430	-2 415	-2 852	-2 891	-2 696	-2 240	-2 062	-2 096	-2 131	-2 166	-2 166
Kapitał obrotowy	-603	-216	272	52	-15	-25	-29	-18	-19	-20	-20
FCF	-460	310	118	60	183	716	992	978	956	937	1 014
PV FCF	-443	280	100	47	135	495	642	592	540	494	
WACC	6,6%	6,9%	7,0%	6,8%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	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	2 005	2 765	3 017
CFO/EBITDA	104%	96%	70%	84%	101%
Capex	2 688	2 058	2 430	2 415	2 852
Kapitał obrotowy	1 132	698	1 302	1 518	1 246
Kapitał własny	12 176	13 078	13 988	15 168	16 104
Dług netto	4 379	5 523	6 142	6 012	6 105
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	2,1	2,2	1,8	2,0

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	12 788
Dług netto	5 523
Inne korekty	-2 069
Wycena DCF na akcję (PLN)	11,77

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	28,53
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	11,77
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		12,62

Energa kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

EBITDA Energi, nawet po uruchomieniu Ostrołęki C, będzie w 90% oparta na segmencie dystrybucji i OZE, a udział konwencjonalnego wytwarzania na węglu w całkowitych nakładach inwestycyjnych w okresie 2018-25 to zaledwie 20-25%. Taki profil inwestycyjny przy obecnej globalnej awersji do węgla i rosnącym ryzyku drożającego CO₂ teoretycznie zasługuje na premię, tymczasem Energa (3,4x EV/EBITDA) jest wyceniana z dyskontem nawet do lokalnych, nieporównywalnie bardziej węglowych, konkurentów. Jeśli z aktualnej wartości firmy zdejmemy RAB dystrybucji i segment obrotu przy wskaźniku 5,0x EV/EBITDA to zostaje -5 mld PLN przyłożone do działalności wytwórczej spółki (elektrownia szczytowa w Ostrołęce i OZE o potencjale 1,5 TWh), która aktualnie generuje ponad 0,3 mld PLN EBITDA w skali roku. Tą dużą ujemną wartość trudno wytłumaczyć ujemnym NPV na Ostrołęce C (-0,5 mld PLN naszym zdaniem) i nawet potencjalną przegraną w sporach z farmami wiatrowymi (spółka podpisała już 2 ugody). Zwracamy uwagę, że spółka korzysta obecnie na dynamicznych wzrostach cen energii i zielonych certyfikatów (teoretyczny wzrost przychodu z OZE przy obecnych warunkach makro powinien sięgnąć ponad 80 mln PLN w skali roku, co stanowi prawie 4% skonsolidowanego strumienia EBITDA), a rosnące rynkowe stopy procentowe mogą wpłynąć na przyszły zwrot w dystrybucji. Wskaźnik zadłużenia netto na koniec tego roku to zaledwie 1,7x EBITDA, co dobrze obrazuje potencjał dywidendowy w scenariuszu powrotu do wypłat (zapewnienie DYield 10% miałoby marginalny wpływ na DN/EBITDA). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

9,23 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

15,58 PLN

+68,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	15,58 PLN	2018-05-29

Podstawowe dane	ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M -10,7% -11,1%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD -27,5% -20,2%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M 6,5 mln PLN
MC (mln PLN)	3 821,8	Średni obrót 6M 9,8 mln PLN
EV (mln PLN)	7 796,2	EV/EBITDA 12M fwd 3,8 -24,0%
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	11 286,9	12 428,2	12 370,4
EBITDA	2 027,0	2 160,0	2 268,0	2 360,4	2 362,2
marża EBITDA	19,9%	20,5%	20,1%	19,0%	19,1%
EBIT	487,0	1 210,0	1 248,9	1 288,4	1 295,8
Zysk netto	151,0	773,0	799,9	828,2	805,5
P/E	25,3	4,9	4,8	4,6	4,7
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,2	3,7	3,4	3,3	3,5
DPS	0,49	0,19	0,00	0,00	0,00
DYield	5,3%	2,1%	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%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	2 040	2 091	2 268	2 360	2 362
EBITDA	2 027	2 160	2 268	2 360	2 362
wytwarzanie konw./CHP	195	229	210	210	159
OZE	119	169	165	228	224
dystrybucja	1 720	1 723	1 687	1 756	1 789
obróć	40	85	269	231	256
pozostałe	-48	-46	-64	-65	-66
Saldo finansowe	-282	-208	-225	-229	-265
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	11,0	12,0
WRA w mld PLN	11,5	11,7	12,2	12,6	12,9
zwrot na WRA (EBIT)	8,5%	8,2%	7,4%	7,3%	7,3%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	1 782	2 182	1 950	1 983	2 151
CFO/EBITDA	88%	101%	86%	84%	91%
Capex	1 580	1 280	1 573	1 849	2 202
Kapitał obrotowy	1 608	1 403	1 503	1 655	1 648
Kapitał własny	8 777	9 409	10 209	11 037	11 843
Dług netto	4 664	4 064	3 925	4 025	4 345
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	1,9	1,7	1,7	1,8

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%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (PLN/MWh)	168,5	203,8	194,1	179,0	180,1	181,2	182,4	183,7	185,1	186,5	186,5
Węgiel (PLN/t)	230,0	233,9	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4
CO ₂ (EUR/t)	14,0	14,6	15,2	15,8	16,4	17,1	17,8	18,5	19,2	20,0	20,0
Przychody	11 287	12 428	12 370	12 149	12 324	12 554	12 689	12 827	12 969	13 113	13 113
EBITDA	2 268	2 360	2 362	2 249	2 241	2 397	2 573	2 625	2 677	2 727	2 727
marża EBITDA	20,1%	19,0%	19,1%	18,5%	18,2%	19,1%	20,3%	20,5%	20,6%	20,8%	20,8%
EBIT	1 249	1 288	1 296	1 141	1 173	1 263	1 369	1 386	1 400	1 455	1 455
Podatek	237	245	246	217	223	240	260	263	266	276	276
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	-100	-152	8	30	-23	-31	-18	-18	-19	-19	-19
FCF	357	115	-78	-199	-92	473	810	850	893	930	930
PV FCF	343	102	-64	-154	-66	315	502	488	475	457	
WACC	7,5%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,5%	7,7%	7,8%	8,0%	8,2%	8,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	10 336
Dług netto	4 064
Inne korekty	-226
Wycena DCF na akcję (PLN)	14,60

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	25,05
DYield-porównawcza	0%	6,50
DCF	100%	14,60
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		15,58

PGE kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W ostatnich miesiącach pojawiło się sporo informacji, które teoretycznie powinny wspierać kurs PGE (perspektywa rozwodnienia udziałów w projekcie jądrowym, deklaracja inwestycji w morskie farmy wiatrowe, wezwanie na Polenergię, mocniejsze wejście w kogenerację w oparciu o nowy system wsparcia, czy wzrost cen energii na TGE z nawiązką kompensujący wyższe koszty CO₂). Tymczasem notowania testują historyczne minima i to w momencie kiedy odwraca się profil przepływów pieniężnych. PGE kończy właśnie ogromny program inwestycyjny w energetyce konwencjonalnej (nowe bloki plus kompleksowa modernizacja istniejących), który pochłonie w latach 2014-19 łącznie ponad 25 mld PLN. W kolejnych 5 latach oczekujemy znacznego spadku wydatków (średniorocznie 4 mld PLN vs. dotychczasowe 7 mld PLN), a co za tym idzie znacznej poprawy profilu FCF. Szacujemy, że w latach 2019-22 wskaźnik FCF/EV średnio wyniesie prawie 11%, co przy aktualnym niskim zadłużeniu (1,0x DN/EBITDA) daje wystarczające podstawy do przywrócenia polityki dywidendowej. Na horyzoncie klaruje się również pozytywna rewizja konsensusu EBITDA (w kontekście wyników 2019 nie można zapominać, że PGE otrzyma jeszcze 10 mln ton darmowych uprawnień i znacznie poprawi rentowność na portfelu OZE). W przeddzień krystalizacji poziomu wsparcia z rynku mocy (przy bardzo nisko zawieszonych oczekiwaniach) stanowi to naszym zdaniem bardzo ciekawą opcję inwestycyjną. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

9,98 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

13,60 PLN

+36,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	13,60 PLN	2018-05-29

Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-0,6%	-0,9%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-17,2%	-9,9%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	28,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	18 660,4	Średni obrót 6M	24,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	27 961,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-18,5%
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	26 025,1	31 767,3	32 647,9
EBITDA	7 376,0	7 650,0	7 509,4	7 919,0	7 872,9
marża EBITDA	26,3%	33,1%	28,9%	24,9%	24,1%
EBIT	3 512,0	3 620,0	4 132,1	4 321,9	3 996,0
Zysk netto	2 568,0	2 660,0	3 056,2	3 125,7	2 873,8
P/E	7,3	7,0	6,1	6,0	6,5
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	3,2	3,6	3,7	3,5	3,3
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,42
DYield	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%	4,2%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO ₂ (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	6 124	6 481	7 509	7 919	7 873
EBITDA	7 376	7 650	7 509	7 919	7 873
wytwarzanie	4 182	4 099	3 909	4 312	4 158
OZE	365	364	407	497	495
dystribucja	2 230	2 333	2 424	2 420	2 484
obróć	500	811	727	648	692
pozostałe	99	43	43	43	43
Saldo finansowe	-238	-330	-298	-401	-388
Produkcja energii TWh	53,7	56,8	67,0	72,9	82,6
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	15,5	16,4
WRA w mld PLN	15,1	15,6	16,3	16,6	16,9
zwrot na WRA (EBIT)	7,3%	7,5%	7,8%	7,6%	7,8%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (PLN/MWh)	168,5	203,8	194,1	179,0	180,1	181,2	182,4	183,7	185,1	186,5	186,5
Węgiel (PLN/t)	230,0	233,9	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4
CO ₂ (EUR/t)	14,0	14,6	15,2	15,8	16,4	17,1	17,8	18,5	19,2	20,0	20,0
Przychody	26 025	31 767	32 648	30 596	30 974	31 348	31 744	32 162	32 598	33 056	33 056
EBITDA	7 509	7 919	7 873	7 980	7 882	7 737	7 588	7 444	7 372	7 305	7 305
marża EBITDA	28,9%	24,9%	24,1%	26,1%	25,4%	24,7%	23,9%	23,1%	22,6%	22,1%	22,1%
EBIT	4 132	4 322	3 996	4 071	3 933	3 702	3 439	3 158	2 928	2 884	3 124
Podatek	785	821	759	774	747	703	653	600	556	548	594
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	364	-667	-102	238	-44	-43	-46	-49	-51	-53	-53
FCF	-358	587	2 761	3 354	3 053	3 049	2 891	2 739	2 648	2 523	2 478
PV FCF	-342	518	2 250	2 516	2 111	1 944	1 700	1 485	1 323	1 162	
WACC	8,1%	8,2%	8,4%	8,6%	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	6 391	7 934	7 145	6 507	7 085
CFO/EBITDA	87%	104%	95%	82%	90%
Capex	7 935	6 071	7 446	5 844	4 251
Kapitał obrotowy	3 325	3 388	3 024	3 691	3 794
Kapitał własny	42 679	45 188	48 244	51 370	53 462
Dług netto	5 045	7 487	8 086	7 824	6 159
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	1,0	1,1	1,0	0,8

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	33 920
Dług netto	7 487
Inne korekty	-2 604
Wycena DCF na akcję (PLN)	12,74

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	21,98
DYield-porównawcza	0%	3,04
DCF	100%	12,74
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		13,60

Tauron kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Ani zaskakująco dobre wyniki 1Q'18, ani komunikat ministra o „zwolnieniu” z obowiązku uczestnictwa w projekcie atomowym nie były w stanie odwrócić w ostatnich miesiącach negatywnego trendu na kursie Spółki. Wpisuje się to oczywiście w sentyment do całego sektora, ale wydaje się, że akurat właśnie teraz, paradoksalnie przy rekordowo niskim kursie, odwieczne spekulacje o złamaniu kowenantów są najmniej uzasadnione (koniec cyklu capex, coraz wyraźniejsza perspektywa dodatnich FCF), a realny staje się scenariusz przywrócenia polityki dywidendowej, choć to oczywiście będzie zależało od polityków. Po zakończeniu inwestycji w Jaworznie Spółka powinna zacząć generować solidne przepływy pieniężne netto (~1 mld PLN rocznie), które pozwolą na zmniejszenie dźwigni finansowej (w przyszłym roku zadłużenie do EBITDA osiągnie poziom 3,3x). Jeśli Tauron wykorzysta tegoroczne aukcje mocy do solidnej restrukturyzacji portfela wytwórczego, to przy obecnej kompozycji EBITDA (90% to dystrybucja, ciepło, OZE i obrót) ma szansę odzyskać atrakcyjny profil inwestycyjny. Ma to znaczenie w kontekście ujemnej wartości jaką rynek przykłada do segmentu energetyki konwencjonalnej koncernu. Gdy z aktualnej wartości firmy zdejmiemy RAB dystrybucji i segment obrotu przy wskaźniku 5,0x EV/EBITDA to zostaje -5 mld PLN dla obszaru generującego 0,7 mld PLN EBITDA w perspektywie roku 2020. Jeśli Spółce uda się przekonać inwestorów, że będzie zarządzać tymi aktywami racjonalnie to ta kwota obrazuje skalę potencjalnego wzrostu wartości dla akcjonariuszy. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

2,31 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,76 PLN

+19,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	2,76 PLN	2018-05-29

Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	0,0%	-0,3%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-24,3%	-17,0%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	42,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 048,4	Średni obrót 6M	15,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 365,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	-14,1%
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	18 028,9	19 771,1	19 861,9
EBITDA	3 336,8	3 545,3	3 665,4	3 514,6	3 811,2
marża EBITDA	18,9%	20,4%	20,3%	17,8%	19,2%
EBIT	801,5	1 806,3	1 938,0	1 681,3	1 811,8
Zysk netto	367,5	1 380,7	1 325,2	1 059,7	1 135,0
P/E	11,0	2,9	3,1	3,8	3,6
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,8	3,7	3,9	4,4	3,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			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.	3 374	3 508	3 435	3 515	3 811
EBITDA	3 337	3 545	3 665	3 515	3 811
wytwarzanie	545	464	598	443	633
wydobycie	-82	-83	28	44	47
dystrybucja	2 395	2 283	2 443	2 519	2 594
obróć	490	841	567	486	512
pozostałe	-9	40	30	23	25
Saldo finansowe	-293	-49	-254	-335	-369
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	13,5	14,0
WRA w mld PLN	15,4	16,3	16,9	17,5	17,8
zwrot na WRA (EBIT)	8,9%	7,4%	8,0%	7,9%	8,1%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (PLN/MWh)	168,5	203,8	194,1	179,0	180,1	181,2	182,4	183,7	185,1	186,5	186,5
Węgiel (PLN/t)	230,0	233,9	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4
CO2 (EUR/t)	14,0	14,6	15,2	15,8	16,4	17,1	17,8	18,5	19,2	20,0	20,0
Przychody	18 029	19 771	19 862	19 477	19 755	20 061	20 378	20 715	21 031	21 360	21 360
EBITDA	3 435	3 515	3 811	3 991	3 982	4 017	4 055	4 116	4 178	4 236	4 236
marża EBITDA	19,1%	17,8%	19,2%	20,5%	20,2%	20,0%	19,9%	19,9%	19,9%	19,8%	19,8%
EBIT	1 708	1 681	1 812	1 923	1 921	1 910	1 897	1 900	1 899	1 885	1 468
Podatek	325	319	344	365	365	363	360	361	361	358	279
CAPEX	-4 377	-3 988	-2 644	-2 701	-2 670	-2 693	-2 702	-2 728	-2 728	-2 768	-2 768
Kapitał obrotowy	-17	-48	-3	11	-8	-9	-9	-9	-9	-9	-9
FCF	-1 284	-841	821	935	939	953	984	1 018	1 080	1 101	1 180
PV FCF	-1 240	-767	704	752	707	670	645	621	613	582	
WACC	6,2%	6,0%	6,3%	6,6%	6,8%	7,1%	7,3%	7,5%	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	3 064	3 559	3 289	3 179	3 501
CFO/EBITDA	92%	100%	90%	90%	92%
Capex	3 647	3 562	4 377	3 988	2 644
Kapitał obrotowy	517	489	506	554	557
Kapitał własny	16 649	18 036	19 362	20 421	21 556
Dług netto	8 595	8 944	10 287	11 431	10 943
Dług netto/EBITDA (x)	2,6	2,5	2,8	3,3	2,9

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	14 852
Dług netto	8 944
Inne korekty	-808
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,59

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	8,11
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	2,59
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		2,76

Telekomunikacja, media, IT

Netia

redukuj (podwyższona)

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

Po uzyskaniu zgodny na przejęcie znaczącego pakietu akcji przez Cyfrowy Polsat oraz przeprowadzeniu wezwania do 66%, kurs spadł o >6%. Niemniej jednak, podtrzymujemy negatywne podejście do spółki. Obecny poziom ceny docelowej implikuje 14% potencjał spadkowy, stąd zalecenie inwestycyjne podwyższamy do redukuj ze sprzedaj. Na chwilę obecną nie mamy też pewności dot. ceny w wezwaniu na pozostałe udziały w Netii (po wezwaniu 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, sądymy, że cały generowany przez Netię CFO będzie w całości konsumowany na modernizację i rozbudowę sieci. Prognozujemy ujemny FCFE w latach 2018-20. Co więcej, Cyfrowy może być zdeterminowany do przyspieszonej modernizacji przestarzałej sieci Netii, zwłaszcza w kontekście ostatnich informacji na temat porozumienia Orange Polska i T-Mobile, co do usług BSA na sieci FTTH. Stąd inwestorzy powinni brać pod uwagę ryzyko powyższego scenariusza.

Cena bieżąca 5,00 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 4,30 PLN **-14,0%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuj	4,30 PLN	2018-06-06	
poprzednia	sprzedaj	4,30 PLN	2018-04-06	
Podstawowe dane			NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-4,8%	-5,1%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-7,1%	+0,2%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 685,2	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 072,5	EV/EBITDA 12M fwd	6,0	+27,5%
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	51,8	47,5	45,5	54,9	48,1
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	4,4	5,1	5,8	6,2	6,2
DPS	0,39	0,38	0,00	0,00	0,00
DYield	7,9%	7,6%	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%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Klienci linie 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%

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 trzech ostatnich miesiącach spadły o ponad 11%, co naszym zdaniem jest nieuzasadnione. Wyniki za 1Q'18 były zgodne z oczekiwaniami. Z pominięciem wpływu wprowadzenia standardu IFRS15, zysk EBITDA był 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 = 4,4x, 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

5,08 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,60 PLN

+49,6%

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

Podstawowe dane			OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	-1,6%	-1,9%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	-12,3%	-5,0%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	9,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 665,0	Średni obrót 6M	10,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 531,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	-5,2%
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	-	-	22,3	12,2	8,4
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,3	4,7	4,4	4,0	3,6
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%	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%	
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 usl. 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

Notowania Play w maju'18 spadły o blisko 15%. Rynek bardzo negatywnie odebrał publikację wyników za 1Q'18, pomimo że same wyniki nie odbiegały istotnie od oczekiwań (na linii EBITDA: -0,4% vs. nasze estymacje, - 3,2% vs. konsensus). Wynik EBITDA był ostatecznie 8% niżej R/R (po dwucyfrowych wzrostach w 2017 r.), co naszym zdaniem nie jest wyłącznie pochodną zmian w zakresie roamingu. Widoczny jest relatywnie słaby zestaw KPIs. Wyniki Play za 1Q'18 potwierdziły tezy z naszego styczniowego raportu analitycznego: Play jako lider na rynku mobilnym ma problemy w utrzymaniu wzrostu przy jednoczesnym zachowaniu wysokiej rentowości na sprzedaży sprzętu i niskich kosztach akwizycyjnych. Pomimo istotnego spadku notowań, nie zmieniamy naszego neutralnego nastawienia. Play może być pod presją informacji o wprowadzeniu usług Netii do sieci sprzedaży Cyfrowego Polsatu. Od połowy czerwca'18 dwóch dużych operatorów (Cyfrowy i Orange Polska) będzie oferować łączone usługi „fixed + mobile” udzielając rabatów na kolejne usługi. Spodziewamy się, że Play rozpocznie bardziej agresywną akcję promocyjną, co może rozwinąć ARPU operatora. Dodatkowo, sprzedaż aktywów z regiony CEE przez Liberty Global do Vodafone świadczy o mniejszym zainteresowaniu pierwszego gracza regionem. Prawdopodobieństwo przejęcia Play przez UPC naszym zdaniem spadło, co negatywnie wpływa na sentyment do spółki.

Cena bieżąca

25,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

30,93 PLN

+20,8%

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

Podstawowe dane		PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	-12,3% -12,6%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	-18,1% -10,7%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	8,5 mln PLN
MC (mln PLN)	6 494,7	Średni obrót 6M	10,7 mln PLN
EV (mln PLN)	13 025,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,6 -11,7%
Free float	49,4%	EV/EBITDA 5Y avg	6,3 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	9,1	16,8	7,1	6,8	6,6
P/BV	4,8	-	58,5	15,5	8,6
EV/EBITDA	6,0	7,0	5,5	5,7	5,1
DPS	0,00	0,00	2,56	2,56	2,56
DYield	0,0%	0,0%	10,0%	10,0%	10,0%
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%	

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
obróć 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

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%

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%

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		7,3%
Cena docelowa za 9M*		30,93

Agora kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Agora zaraportowała za 1Q'18 wyniki zgodne z naszymi oczekiwaniami. W rozbiciu zwracamy uwagę na nieco niższy wynik EBITDA w segmencie Prasa, ale wyższy w segmencie Internet. Należy odczytywać to pozytywnie: takie trendy zwiększają prawdopodobieństwo dalszej restrukturyzacji w problematycznym segmencie prasowym. Agora jest obecnie notowana na EV/EBITDA'17 = 5,1x, z >30% 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 pod koniec 2Q'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

14,95 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,40 PLN

+23,1%

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

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	0,0%	-0,3%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	+3,5%	+10,8%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	696,4	Średni obrót 6M	0,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	667,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	+0,3%
Free float	62,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,3	premia

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	-	-	28,4	30,8	25,2
P/BV	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	6,4	24,0	5,1	5,3	5,3
DPS	0,75	0,46	0,50	0,75	1,00
DYield	5,0%	3,1%	3,3%	5,0%	6,7%
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
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
wyłączenia	-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

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%

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

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

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 Szpigił

+48 22 438 24 06

pawel.szpigił@mbank.pl

Podtrzymujemy neutralne nastawienie do spółki. Wyniki Cyfrowego Polsatu za 1Q'18 nie przyniosły przełomu w postrzeganiu przez nas spółki (EBITDA była wyższa o +1,9% pod MSR18 i +2,7% pod IFRS15 vs. nasze oczekiwania). Widoczny był duży wzrost rynku reklamowego (+9,6% R/R w 1Q'18 po +5,6% w 4Q'17 R/R i +1,3% w całym 2017 r. R/R). Zestaw KPIs także był nieco powyżej oczekiwań. Cyfrowy poinformował też w ostatnich dniach o zakupie pakietu kontrolnego w Eleven Sports Network. ESN ma na rynku polskim ok. 2 mln widzów. Inwestycja ma charakter strategiczny: Polsat przejmuje kontrolę nad kontentem sportowym i nawet jeśli na chwilę obecną kanały ESN będą wyświetlane w ramach różnych operatorów (jak obecnie), to w przyszłości firma może zmienić tą strategię. Poprawa wyników ESN przełoży się też na lepsze postrzeganie segmenty TV w ramach grupy przez inwestorów w nadchodzących kwartałach. Z drugiej strony Zarząd spółki pod koniec maja'18 zarekomendował niewypłacanie dywidendy z zysku za 2017 r. Na koniec 1Q'18 dług netto / EBITDA LTM wyniósł 2,87x. Kwota 200 mln PLN to zaledwie 0,06x EBITDA, a płatność za Eleven to ok. 170 mln PLN 0,05x EBITDA. Stąd, jesteśmy zaskoczeni rekomendacją Zarządu, tym bardziej że Cyfrowy generuje wysoki FCF (FCF Yield = ok. 9-10%). Naszym zdaniem spółka jest w stanie wypłacić zakładane przez nas 0,36 PLN na akcję, tj. 230 mln PLN z zysku za 2017 r. (konsensus zakładał wypłatę 0,48 PLN na akcję). Informacja o braku dywidendy może osłabić pozytywny sentyment do spółki.

Cena bieżąca

25,36 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

25,30 PLN

-0,2%

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

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	-0,5%	-0,9%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	+2,0%	+9,3%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	17,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	16 218,8	Średni obrót 6M	12,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	27 329,2	EV/EBITDA 12M fwd	6,9	-4,2%
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	15,6	16,5	13,0	11,1	10,1
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	7,9	7,4	7,0	6,4	6,0
DPS	0,00	0,32	0,36	0,48	0,57
DYield	0,0%	1,3%	1,4%	1,9%	2,3%
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 klinektów	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

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

	P/E			EV/EBITDA		
	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%

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	-2 068	-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%

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

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

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 >22%, wyprzedzając szeroki indeks o blisko 30%. 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 było szczególnie widoczne w 1Q'18 (oczyszczona EBITDA online wyższa R/R o >28%), 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.

Cena bieżąca

53,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

60,00 PLN

+11,9%

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

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	-2,2%	-2,5%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+10,5%	+17,8%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M		1,1 mln PLN
MC (mln PLN)	1 596,0	Średni obrót 6M		1,2 mln PLN
EV (mln PLN)	1 828,7	EV/EBITDA 12M fwd	10,6	+0,2%
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	28,1	35,3	21,0	18,0	16,0
P/BV	3,9	3,8	3,5	3,2	3,0
EV/EBITDA	14,5	13,8	11,4	9,6	8,6
DPS	0,00	1,10	0,96	1,61	2,15
DYield	0,0%	2,1%	1,8%	3,0%	4,0%
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%

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

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

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	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	17%	17%	17%	17%	17%	17%

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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana 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 trzymaj (podwyższona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Asseco Poland zaraportowało dobre wyniki za 1Q'18. Oczyszczony zysk netto wyniósł 63,9 mln PLN (+6,2% vs. nasze oczekiwania i +16,2% konsensus rynkowy). Jesteśmy sceptyczni co do wysokości generowanego cash flow przez podmiot dominujący, z drugiej strony odbicie w obszarze bankowości oraz zamówienia na rozwój od ZUS z 1Q'18 powinny być widoczne w wynikach matki także w 2Q'18. Co więcej, obecny poziom notowań jest zbliżony do naszej ceny docelowej. Stąd podwyższamy nasze zalecenie inwestycyjne z redukcji do trzymaj. Sądymy, że ACP ma szansę na wzrost notowań w czerwcu'18, po spadkach od poł. marca'18. Spółka jest obecnie wyceniana na P/E'18/19 = 15,0/15,7x, z blisko 11%/2% dyskontem/premią do zagranicznych spółek IT. Jednocześnie 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. 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

44,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

41,20 PLN

-6,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	41,20 PLN	2018-06-06
poprzednia	redukcja	41,20 PLN	2018-03-27
Podstawowe dane			
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	+6,7% +6,4%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+7,4% +14,7%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	5,3 mln PLN
MC (mln PLN)	3 652,0	Średni obrót 6M	6,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	10,9 -9,7%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	12,1 dyskonto

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	12,1	7,8	15,0	15,7	15,2
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
P/S	0,46	0,47	0,41	0,40	0,39
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 uwzględnienia 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

Rezultaty spółki w 1Q'18 były zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. Sprzedaż spółki zmniejszyła się o 24% r/r do 75 mln PLN w 1Q'18, a efekt dźwigni operacyjnej spowodował spadek wyniku EBITDA o 47% r/r do 29,2 mln PLN w 1Q'18. Przychody spółki były przede wszystkim wspierane przez kontynuację sprzedaży gier z serii Wiedźmin. Według naszych szacunków relatywnie niską sprzedaż wygenerowała gra Gwint (około 3,4 mln PLN w 1Q'18). Zarząd CD Projekt zapowiedział gruntowną przebudowę w grze Gwint (Gwint: Homecoming), która na stopniowo następować w 2018 roku. Na taką decyzję mogły wpłynąć wyniki sprzedażowe produkcji. Jednocześnie Zarząd CDR zapowiedział premierę pierwszej kampanii jednoosobowej do gry Gwint na 4Q'18. Niewątpliwie najważniejszym wydarzeniem dla zachowania się kursu spółki w czerwcu będą targi E3 trwające w dniach 12-15.06.2018 oraz aktywność CD Projekt na tym wydarzeniu. Według spekulacji rynkowych CD Projekt ma zaprezentować na targach E3 materiały dotyczące kolejnej gry AAA – Cyberpunk 2077. Zachowanie kursu w ostatnich tygodniach wskazuje, że inwestorzy zdyskontowali tę informację. Ewentualny brak prezentacji związanej z grą Cyberpunk 2077 może negatywnie wpłynąć na zachowanie się kursu spółki.

Cena bieżąca

157,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

90,80 PLN

-42,2%

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

Podstawowe dane			CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+25,7%	+25,4%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+61,9%	+69,2%
Liczba akcji (mln)	95,2	Średni obrót 1M	47,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 948,4	Średni obrót 6M	32,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 840,9	EV/EBITDA 12M fwd	24,7	+21,0%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	20,4	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	59,7	73,3	75,6	22,7	23,4
P/BV	19,2	16,9	13,8	8,6	6,3
EV/EBITDA	47,8	59,6	59,9	17,4	17,4
DPS	0,00	1,06	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,7%	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 (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Comarch zaraportował zestaw dobrych wyników za 1Q'18. Główne zaskoczenie wynikało z większych przychodów, które wyniosły 272 mln PLN (+6,4% R/R). Wzrost sprzedaży na rynkach zagranicznych jest efektem znaczącej poprawy sytuacji w sektorze TMT (wzrost sprzedaży o 16,5%) – to główny element zaskoczenia vs. nasze oczekiwania, zwłaszcza po słabym 4Q'17 w tym obszarze. Dodatkowo, grupa odnotowała wzrost rentowności zysku brutto ze sprzedaży do 20,8% (oczekiwaliśmy 19,2%), a koszty SG&A były pod kontrolą (49,4 mln PLN vs. 52,1 mln PLN rok wcześniej). Nasza prognoza zysku EBITDA na cały rok (143,7 mln PLN) jest możliwa do realizacji. Liczymy na dobre wyniki za 2Q/3Q'18. Comarch informował o ożywieniu na rynku zamówień publicznych, w szczególności w obszarze służby zdrowia. Wpływ na wyniki będzie mieć też zaskiegowanie dużego kontaktu na informatyzację sądów dla Ministerstwa Sprawiedliwości oraz umocnienie się EUR vs. PLN w 2Q'18 R/R. Podtrzymujemy pozytywne podejście do Comarchu.

Cena bieżąca

145,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

166,50 PLN

+14,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	166,50 PLN	2018-05-09

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-3,3%	-3,7%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	-23,7%	-16,4%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M		0,2 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	6,8	-5,5%
Free float	59,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,2	dyskonto

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%
Zdykontowana 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 (bez zmian)

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. Wyniki 1Q'18 okazały się lepsze od naszych szacunków i konsensusu. Dodatkowo Zarząd przy okazji wyników przedstawił, że liczy na dalszą poprawę rezultatów q/q w kolejnych okresach sprawozdawczych. Notowania Famur w V'18 pozytywnie reagowały na zakwalifikowanie spółki do indeksu MSCI. Naszym zdaniem czerwiec może przynieść stabilizację notowań (brak oczekiwanych istotnych informacji). Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację (kupuj) oraz cenę docelową (6,95 PLN/akcja) dla Grupy Famur.

Cena bieżąca

6,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,95 PLN

+13,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	6,95 PLN	2018-05-09

Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	+3,0%	+2,7%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-1,6%	+5,7%
Liczba akcji (mln)	574,7	Średni obrót 1M	3,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 505,8	Średni obrót 6M	2,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 695,0	EV/EBITDA 12M fwd	7,7	+30,6%
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	31,6	70,4	17,5	13,6	12,0
P/BV	3,0	2,4	2,1	1,9	1,8
EV/EBITDA	11,9	11,8	8,4	7,3	6,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,12	0,31
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	5,1%
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	999	941	1 012	1 054
Obroty Surface	238	388	406	429	440
Marża Underground	24,4%	26,8%	26,9%	28,4%	29,3%
Marża Surface	21,0%	12,0%	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%

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%

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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana 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 koszty 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. Na 2Q'18 zalecalibyśmy ostrożne podejście do Grupy Kęty z uwagi na publikację szacunkowych wyników za drugi kwartał. Dynamiczne zmiany cen aluminium na rynku mogą mieć negatywny wpływ na główne segmenty Spółki w krótkim terminie, dlatego oczekivalibyśmy spadkowych / porównywalnych wyników w 2Q'18. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Kęty, a cenę docelową korygujemy o aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej i liczby akcji po dopuszczeniu akcji serii G do 371,08 (wcześniej 363,01 PLN/akcja).

Cena bieżąca

360,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

371,08 PLN

+2,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	371,08 PLN	2018-06-06
poprzednia	trzymaj	363,01 PLN	2018-05-09
Podstawowe dane			
		KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	+1,0% +0,6%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	-12,0% -4,7%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	1,8 mln PLN
MC (mln PLN)	3 424,8	Średni obrót 6M	1,5 mln PLN
EV (mln PLN)	4 170,6	EV/EBITDA 12M fwd	9,1 -2,6%
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	12,3	14,5	12,5	12,6	12,3
P/BV	2,4	2,5	2,4	2,3	2,3
EV/EBITDA	9,7	9,5	8,9	8,8	8,6
DPS	18,00	30,00	23,90	23,00	22,70
DYield	5,0%	8,3%	6,6%	6,4%	6,3%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Aluminium (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Premia produkcyjna (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	116	191	202	219	205	193	181	170	160	151	
WACC	7,8%	7,7%	7,7%	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	3,6	3,7	3,4
Maksimum	27,6	22,6	21,4	11,7	10,3	9,9
Mediana	12,1	10,4	9,8	8,0	7,6	6,0
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 788
Dług netto	591
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	396,37

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	301,74
DCF	50%	396,37
Cena wynikowa		349,06
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		371,08

JSW kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Obecnie obłożenie mocy produkcyjnych w światowym hutnictwie stali wzrosło do 76% (vs. 70% na początku roku), a wolumeny importu węgla kokсового do Chin odbiły w IV'18 q/q. Obecnie również wskaźnik wyprzedzający PMI dla przemysłu stalowego w Chinach wzrósł wyraźnie powyżej 50% (również dla bieżącej produkcji i nowych zamówień). 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 kokсовy z importu. To w połączeniu z problemami w transporcie kolejowym węgla w Australii i Kanadzie powinno przekładać się na utrzymanie wysokich cen węgla kokсового (nasze prognozy 185 USD/t w 2H'18). W przypadku JSW Spółka notowana jest obecnie z ponad 25% dyskontem do Grupy porównawczej. Liczymy, że wzrost produkcji węgla kokсового w Grupie JSW w kolejnych kwartałach będzie kontynuowany (wypadek w KW Zofiówka nie wpłynie materialnie znacząco na wydobycie w 2Q). Wyniki 1Q'18 były lepsze od naszych prognoz oraz wyższe od konsensusu. Cieszy dobra struktura wyników, poprawiająca się efektywność wydobycia oraz wysokie ceny uzyskiwane w segmencie kokсовym. Grupa JSW jest największym beneficjentem obserwowanego osłabienia PLN do USD na GPW. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy JSW, a cenę docelową korygujemy o aktualizację prognoz i wskaźników w wycenie porównawczej do 115,23 (wcześniej 109,12 PLN/akcja).

Cena bieżąca

86,66 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

115,23 PLN

+33,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	115,23 PLN	2018-06-06	
poprzednia	kupuj	109,12 PLN	2018-05-09	
Podstawowe dane			JSW PW	vs. WIG
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	+10,5%	+10,2%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-10,0%	-2,7%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	16,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 174,9	Średni obrót 6M	21,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 623,8	EV/EBITDA 12M fwd	2,7	-28,7%
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	3,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	6 731	8 877	9 580	9 292	8 999
EBITDA skor.	1 055	3 509	3 575	2 970	2 487
marża EBITDA	15,7%	39,5%	37,3%	32,0%	27,6%
EBIT skor.	216	2 684	2 752	2 034	1 394
Zysk netto skor.	-2	2 189	2 230	1 657	1 142
P/E skor.	-	4,6	4,6	6,1	8,9
P/BV	2,5	1,6	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA skor.	10,2	2,5	2,4	2,8	3,5
DPS	0,00	0,00	0,00	7,77	7,06
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	9,0%	8,1%
Zmiana prognoz					
EBITDA (skor.)			+0,2%	+0,9%	+1,1%
Zysk netto (skor.)			+0,2%	+1,3%	+2,0%
Węgiel kokсовy (USD/t)			+0,3%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			-2,5%	0,0%	0,0%
Koks (USD/t)			-2,1%	0,0%	0,0%
Prod. węgla (tys. t)			-0,3%	0,0%	0,0%
Prod. w. koks. (tys. t)			-0,3%	-0,0%	-0,0%
Prod. koksu (tys. t)			-0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Prod. węgla (tys. t)	16 835	14 768	15 665	15 750	16 000
Prod. w. koks. (tys. t)	11 580	10 675	11 548	11 769	12 115
Udział węgla koks. (%)	69%	72%	74%	75%	76%
Prod. w. ener. (tys. t)	5 255	4 093	4 117	3 981	3 885
Prod. koksu (tys. t)	4 145	3 458	3 469	3 700	3 700
Przepływy oper.	897	2 871	3 086	2 461	2 096
Amortyzacja	839	825	823	936	1 093
Kapitał obrotowy	-349	-76	-6	-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	-896	-807
Dywidenda/buyback	0	0	0	-912	-829
FCF	289	2 129	1 532	1 132	594
FCF/EBITDA skor.	27%	61%	43%	38%	24%
CFO/EBITDA skor.	85%	82%	86%	83%	84%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
W. kokсовy (USD/t)	191	180	170	170	170	170	170	170	170	170	170
W. energet. (PLN/t)	235	238	225	225	225	225	225	225	225	225	225
Koks (USD/t)	1 021	1 016	923	923	923	923	923	923	923	923	923
Przychody	9 580	9 292	8 998	9 201	9 396	9 592	9 780	9 895	9 982	10 068	10 069
EBITDA	3 638	2 970	2 487	2 500	2 513	2 541	2 578	2 565	2 519	2 469	2 407
marża EBITDA	38,0%	32,0%	27,6%	27,2%	26,7%	26,5%	26,4%	25,9%	25,2%	24,5%	23,9%
EBIT	2 815	2 034	1 394	1 251	1 109	1 135	1 169	1 153	1 104	1 051	985
Podatek	536	390	269	241	215	220	227	224	215	205	192
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	-6	-99	-74	7	6	27	27	10	5	4	-4
FCF	1 532	1 132	594	796	884	928	958	931	889	849	789
PV FCF	1 471	1 001	484	598	613	593	564	505	445	391	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	11 520	12 090	13 105	13 778	14 017
Aktywa trwałe	9 097	8 118	8 804	9 236	9 738
Kapitał własny	4 003	6 389	8 670	9 415	9 728
Udział mniejszości	67	232	232	232	232
Dług netto	513	-1 641	-1 783	-1 999	-1 738
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	6,0	6,4	6,3	2,6	2,1	2,0
Maksimum	31,4	26,8	63,7	8,6	8,7	9,1
Mediana	8,9	9,4	9,2	4,5	5,2	4,7
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	6 664
Dług netto	-1 641
Inne korekty	232
Wycena DCF na akcję (PLN)	105,16

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	111,63
DCF	50%	105,16
Cena wynikowa		108,39
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		115,23

Kernel trzymaj (bez zmian)

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. Według USDA relacja zapasów do konsumpcji na globalnym rynku kukurydzy będzie na trzecim najniższym poziomie od 2000 roku. Obecnie około 25% prognozowanych przez nas zbiorów w sezonie 2017/2018 jest zabezpieczonych po bliskich bieżącym cenach. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację (trzymaj) oraz cenę docelową (53,04 PLN/akcja) dla Grupy Kernel.

Cena bieżąca

52,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

53,04 PLN

+1,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	53,04 PLN	2018-05-09

Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	+4,4%	+4,0%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	+11,1%	+18,4%
Liczba akcji (mln)	82,4	Średni obrót 1M		3,5 mln PLN
MC (mln PLN)	4 326,4	Średni obrót 6M		3,3 mln PLN
EV (mln PLN)	6 358,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,5	+38,2%
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	5,2	6,6	11,1	5,8	4,4
P/BV	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	4,2	5,3	7,4	4,9	3,9
DPS	0,25	0,24	0,25	0,39	0,99
DYield	1,7%	1,7%	1,7%	2,7%	6,9%
Zmiana prognoz			17/18P	18/19P	19/20P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża olej (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Pszenica (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Kukurydza (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
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 inw.	-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

Cena akcji Grupy KGHM wyraźnie „odkleiła się” od notowań koszyka metali wydobywanych poprzez miedziowy koncern (indeks ważony proporcjami wydobycia metali przez KGHM). Rynek kompletnie zignorował 60% wzrost cen molibdenu na przestrzeni III'18 oraz osłabienie PLN do USD w V'18, które pozytywnie przekłada się na generowaną rentowność polskiego producenta miedzi. Obecnie po osłabieniu PLN do USD ceny miedzi powiększone o premie producencką w PLN powróciły do poziomu 25 tys. PLN/t (najwyżej od końca 2017 roku). Naszym zdaniem powrót do produkcji modernizowanej w 2Q'18 Huty Głogów II oraz coraz wyższe wykorzystanie mocy Huty Głogów I przełoży się na poprawę wolumenów produkcji w KGHM Polska Miedź w 2H'18. Dodatkowo na początku tygodnia Minister Energii poinformował, że nie zakłada udziału Grupy KGHM przy budowie projektu Elektrowni Jądrowej. Informacje o potencjalnym zaangażowaniu KGHM w projekcie ciążyły na notowaniach koncernu na przełomie marca i kwietnia bieżącego roku. Obecnie patrząc na wykres korelacji cen surowców wydobywanych przez KGHM, to notowania KGHM mają około 25% lukę do nadrobienia w stosunku do zmian cen metali. To implikowałoby, że notowania akcji KGHM powinny powrócić do poziomu 120 PLN. W perspektywie nadchodzącego miesiąca KGHM sprzyja rosnące cena miedzi (efekt możliwego strajku w największej kopalni na świecie Escondida) oraz osłabienie PLN do USD (obecnie cena miedzi w PLN doszła do 26 tys. PLN/t), co oznacza wyższy poziom od przełomu 2017/2018 roku. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy KGHM, a cenę docelową korygujemy o aktualizację prognoz i wskaźników w wycenie porównawczej do 112,92 (wcześniej 118,98 PLN/akcja).

Cena bieżąca

96,52 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

112,92 PLN

+17,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	112,92 PLN	2018-06-06	
poprzednia	kupuj	118,98 PLN	2018-05-09	
Podstawowe dane		KGH PW	vs. WIG	
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+4,1%	+3,8%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	-13,2%	-5,9%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	71,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	19 304,0	Średni obrót 6M	63,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	23 551,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	-14,9%
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	19 156	20 358	20 459	22 834	23 802
EBITDA skor.	4 666	5 753	5 134	6 071	6 253
marża EBITDA	24,4%	28,3%	25,1%	26,6%	26,3%
EBIT skor.	2 968	4 144	3 484	4 339	4 413
Zysk netto skor.	1 555	1 875	2 429	3 104	3 142
P/E skor.	12,4	10,3	7,9	6,2	6,1
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA skor.	5,7	4,5	4,6	3,5	3,2
DPS	1,50	1,00	0,00	3,04	5,43
DYield	1,6%	1,0%	0,0%	3,1%	5,6%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA (skor.)		+0,3%	-2,4%	-2,8%	
Zysk netto (skor.)		+1,0%	-3,6%	-4,4%	
Miedź (USD/t)		-2,9%	0,0%	0,0%	
Srebro (USD/oz)		-0,6%	0,0%	0,0%	
Molibden (USD/t)		+10,1%	+5,0%	0,0%	
Prod. miedź (tys. ton)		-4,7%	-3,1%	-3,0%	
Prod. srebro (ton)		-5,3%	+0,5%	+0,5%	
Prod. molibden (mln lb)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	376	359	380	409	408
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	1 111	1 301	1 297
Złoto Grupa (tys. troz)	229	219	186	186	195
Przepływy oper.	4 212	3 054	5 194	5 902	5 089
Amortyzacja	1 698	1 609	1 650	1 732	1 840
Kapitał obrotowy	386	-1 270	1 029	981	21
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	-86	-693	-1 172
Dywidenda/buyback	-300	-200	0	-607	-1 086
FCF	186	776	2 456	3 083	2 305
FCF/EBITDA	5%	25%	48%	51%	37%
CFO/EBITDA	2%	1%	0%	3%	6%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Miedź (USD/t)	7 124	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000
Srebro (USD/oz)	16,9	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
Molibden (USD/t)	21 503	21 000	19 000	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000
Przychody	20 459	22 834	23 802	23 630	23 535	23 779	23 821	23 286	21 612	21 501	21 702
EBITDA	5 134	6 071	6 253	5 193	4 871	5 019	4 971	4 564	4 286	4 061	4 156
marża EBITDA	17,0%	19,0%	18,5%	13,8%	12,4%	12,6%	12,3%	10,8%	10,2%	9,4%	10,0%
EBIT	3 484	4 339	4 413	3 266	2 919	3 008	2 940	2 511	2 214	2 018	2 163
Podatek	1 012	1 193	1 228	992	924	939	924	839	783	745	773
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	1 029	981	21	-4	-2	5	1	-12	-37	-2	4
FCF	2 456	3 083	2 305	1 977	2 269	2 376	2 305	1 935	1 652	1 499	1 573
PV FCF	2 368	2 744	1 886	1 496	1 578	1 517	1 356	1 049	826	690	
WACC	7,6%	8,1%	8,4%	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%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	33 442	34 122	36 576	39 661	41 957
Aktywa trwałe	27 202	26 515	27 560	28 605	29 505
Kapitał własny	15 772	17 694	20 123	22 619	24 675
Udział mniejszości	139	91	91	91	91
Dług netto	7 238	6 570	4 157	1 724	548
Dług netto/EBITDA (x)	2,1	2,2	0,8	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	8,6	6,7	4,5	4,4	3,9	3,2
Maksimum	19,4	18,4	17,9	10,3	9,6	9,2
Mediana	11,8	13,3	11,8	5,7	6,1	4,9
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	15 512
Dług netto	6 570
Inne korekty	364
Wycena DCF na akcję (PLN)	89,16

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	123,27
DCF	50%	89,16
Cena wynikowa		106,22
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		112,92

Stelmet kupuj (bez zmian)

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. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację (kupuj) oraz cenę docelową (26,48 PLN/akcja) dla Grupy Stelmet.

Cena bieżąca

14,15 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

26,48 PLN

+87,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	26,48 PLN	2018-05-09

Podstawowe dane			STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	-5,7%	-6,0%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	-1,7%	+5,6%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	415,5	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	566,8	EV/EBITDA 12M fwd	-	-
Free float	15,0%	EV/EBITDA 5Y avg	-	-

Prognozy 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	5,8	21,4	9,9	6,8	5,8
P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	7,4	10,4	6,7	4,9	4,0
DPS	0,29	0,00	0,00	0,71	1,24
DYield	2,0%	0,0%	0,0%	5,0%	8,8%
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%

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%

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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyktowana 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

trzymaj (obniżona)

Piotr Zybała

+48 22 438 24 04

piotr.zybal@mbank.pl

Budimex relatywnie dobrze radzi sobie w trudnym otoczeniu rynkowym, niemniej również lider rynku nie oparł się spadkowi rentowności oraz pogorszeniu struktury bilansu w 1Q'18. Nasze dotychczasowe prognozy prezentowały relatywnie optymistyczny scenariusz spadku marży EBIT segmentu budowlanego o ok. 2 p.p. W świetle wyników 1Q wciąż jest on realny, lecz biorąc pod uwagę skalę negatywnych zaskoczeń, które miały miejsce w branży budowlanej w pierwszej połowie 2018 r., uzasadnione jest bardziej konserwatywne podejście przy wycenie akcji Budimeksu. W konsekwencji, obniżamy oczekiwaną marżę EBIT segmentu budowlanego do 5,7% w 2018 r. oraz ok. 5% w latach 2019-2020 (w latach 2016-2017 wyniosła ona ok. 9%). Ryzyko dla naszych prognoz przychodów Budimeksu jest niewielkie, zarówno w 2018 r., jak i kolejnych latach. Portfel zamówień wyniósł na koniec marca rekordowe 10,4 mld PLN. W okresie kwiecień-maj spółka informowała o kolejnych dwóch kontraktach na 1,0 mld PLN oraz złożeniu najkorzystniejszych ofert na kolejne 1,3 mld PLN. Backlog na poziomie ponad 10 mld PLN powinien więc zagościć w Budimeksie na dłużej. Ostatecznie obniżamy naszą prognoza ZN'18-20 o średnio 18%. Nasze obecne prognozy są zbliżone do rynkowego konsensusu i implikują P/E'18-19 ok. 12-13x oraz EV/EBITDA'18-19 ok. 5,0-5,5x. Uważamy, że Budimex wciąż będzie pozytywnie wyróżniał na tle rynku pod względem osiąganego rentowności, lecz negatywne sygnały z otoczenia spółki będą stanowiły istotne obciążenie dla kursu. Obniżamy naszą cenę docelową dla akcji Budimeksu o 25% do 163 PLN na akcję oraz rekomendację z akumuluj do trzymaj.

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	5 572	6 369	7 213	7 239	7 139
budownictwo	5 060	5 717	6 522	6 496	6 430
deweloperka	350	499	538	586	547
pozostałe	163	154	153	157	162
MBNS	13,5%	12,7%	9,4%	9,0%	9,0%
budownictwo	12,8%	12,0%	8,6%	8,0%	8,0%
deweloperka	23,4%	20,5%	19,1%	20,0%	20,0%
pozostałe	12,7%	13,8%	12,4%	11,0%	11,0%
Gotówka	2 715	2 127	1 500	1 595	1 267
Dług netto	-2 634	-2 291	-1 617	-1 713	-1 384
Dług netto / EBITDA	-5,0	-3,7	-3,4	-3,9	-3,3
WC netto	-2 597	-2 311	-1 755	-1 858	-1 522
WC netto / przychody	-46,6%	-36,3%	-24,3%	-25,7%	-21,3%
Kapitał własny	801	881	773	761	765
ROE	58,5%	55,2%	41,1%	40,6%	39,3%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	7 213	7 239	7 139	7 155	7 171	6 866	6 578	6 709	6 843	6 980	7 120
EBITDA	477	438	423	385	347	319	291	297	302	307	312
marża EBITDA	6,6%	6,1%	5,9%	5,4%	4,8%	4,6%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Amortyzacja	43	41	40	39	39	39	39	39	39	39	39
EBIT	435	398	383	346	308	280	252	258	263	268	273
Podatek	83	76	73	66	59	53	48	49	50	51	52
NOPLAT	352	322	310	280	249	227	204	209	213	217	221
Zysk z JV (fbSerwis)	-1	1	3	6	7	7	8	8	8	8	9
CAPEX	-19	-37	-38	-39	-39	-39	-39	-39	-39	-39	-39
Kapitał obrotowy	-560	103	-336	-270	-162	-151	-118	0	0	1	1
FCF	-186	430	-20	16	94	83	94	217	221	226	229
PV FCF	-177	378	-17	12	65	52	55	117	110	104	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

153,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

163,00 PLN

+6,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	163,00 PLN	2018-06-06	
poprzednia	akumuluj	216,39 PLN	2018-04-06	
Podstawowe dane			BDX PW	vs. WIG
Ticker	BDX PW	Zmiana 1M	-10,5%	-10,9%
ISIN	PLBUDMX00013	Zmiana YTD	-21,3%	-14,0%
Liczba akcji (mln)	25,5	Średni obrót 1M	2,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 906,1	Średni obrót 6M	2,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 290,3	EV/EBITDA 12M fwd	4,6	-42,8%
Free float	30,3%	EV/EBITDA 5Y avg	8,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	5 572	6 369	7 213	7 239	7 139
EBITDA	531	626	477	438	423
marża EBITDA	9,5%	9,8%	6,6%	6,1%	5,9%
EBIT	505	588	435	398	383
Zysk netto	410	464	340	311	300
P/E	9,5	8,4	11,5	12,6	13,0
P/BV	4,9	4,4	5,1	5,1	5,1
EV/EBITDA	2,4	2,6	4,8	5,0	6,0
DPS	8,14	14,99	17,61	12,66	11,58
DYield	5,3%	9,8%	11,5%	8,3%	7,6%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Przychody		+0,2%	+1,4%	+2,3%	
MBNS		-1,1 p.p.	-1,4 p.p.	-0,9 p.p.	
EBITDA		-13,6%	-17,1%	-11,1%	
Zysk netto		-17,7%	-21,4%	-15,0%	

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	612	196	-174	465	15
Amortyzacja	26	37	43	41	40
Kapitał obrotowy	155	-288	-560	103	-336
CF inwestycyjny	-49	-357	15	-37	-38
CAPEX	-42	-31	-19	-37	-38
CF finansowy	-223	-400	-462	-332	-306
Dywidenda	-208	-383	-450	-323	-296

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Wartość firmy (EV)	2 093
Dług netto	-1 841
Inne korekty	-501
Wycena DCF na akcję (PLN)	134,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	140,00
DYield-porównawcza	17%	236,00
DCF	50%	134,00
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		163,00

Elektrobudowa trzymaj (obniżona)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Pod koniec maja Elektrobudowa obniżyła prognozę skonsolidowanego zysku netto za 2018 r. o 40% do 27,3 mln PLN z 45,7 mln PLN zakładanych wcześniej. Zarząd nie zmienił prognozy przychodów w 2018 roku i planuje, że na poziomie grupy wyniosą one 960 mln PLN. Oczekiwana wartość nowych zamówień również nie uległa zmianie: 994 mln PLN. Korektę prognoz zarząd tłumaczy znaczącym wzrostem kosztów, a także wpływem otoczenia rynkowego. Skala korekty prognoz jest dla nas dużym zaskoczeniem, a lakoniczne uzasadnienie niewiele wyjaśnia. Oczekiwany przez zarząd spadek rentowności działalności jest tym bardziej zaskakujący, że Elektrobudowa jako jedyna z analizowanych przez nas spółek budowlanych istotnie poprawiła w 1Q pozycję gotówkową, strukturę bilansu oraz utrzymała wysokie saldo rezerw - elementy, które w naszej ocenie miały pomóc spółce w utrzymaniu atrakcyjnych wyników finansowych w latach '18-19. W bieżącym przeglądzie miesięcznym znacząco obniżamy naszą prognozę ZN w horyzoncie '18-20. Obawiamy się, że trudne otoczenie w branży odbije się na rentowności spółki również w kolejnych latach. Utrzymujemy się deficyt zamówień w energetyce zwiększa ryzyko agresywnej walki o kontrakty w najbliższych kwartałach. Stawia to pod znakiem zapytania prognozy zarządu odnośnie nowych zamówień, a w przypadku pozyskania kontraktów pojawiają się uzasadnione obawy o ich rentowność (schemat znany ostatnio z rynku kolejowego). Obniżamy cenę docelową dla akcji Elektrobudowy do 71 PLN oraz rekomendację z kupuj do trzymaj.

Cena bieżąca

69,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

71,00 PLN

+2,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	71,00 PLN	2018-06-06
poprzednia	kupuj	116,00 PLN	2018-04-06
Podstawowe dane			
	ELB PW	Zmiana 1M	-29,2% -29,5%
Ticker	PLELTBD00017	Zmiana YTD	-11,0% -3,7%
Liczba akcji (mln)	4,7	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	327,6	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	236,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,0 -51,2%
Free float	34,9%	EV/EBITDA 5Y avg	6,1 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	971,5	902,9	882,8	816,9	792,2
EBITDA	75,2	84,3	43,7	44,4	45,3
marża EBITDA	7,7%	9,3%	5,0%	5,4%	5,7%
EBIT	61,8	69,8	28,3	28,7	29,3
Zysk netto	55,1	58,6	23,7	24,2	24,6
P/E	5,9	5,6	13,8	13,6	13,3
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	3,0	2,5	5,4	5,4	5,3
DPS	4,00	10,00	10,50	5,00	5,00
DYield	5,8%	14,5%	15,2%	7,2%	7,2%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			+1,3%	-3,4%	-8,2%
MBNS			-2,9 p.p.	-1,6 p.p.	-1,3 p.p.
EBITDA			-31,4%	-19,2%	-19,3%
Zysk netto			-43,3%	-31,5%	-31,6%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	971	903	883	817	792
realizacja projektów	772	673	660	594	564
produkcja	155	188	182	182	186
pozostałe	44	42	41	41	42
Marża EBIT	6,4%	7,7%	3,2%	3,5%	3,7%
realizacja projektów	8,6%	8,8%	4,4%	4,5%	4,5%
produkcja	-6,1%	4,7%	-0,8%	0,0%	1,0%
pozostałe	10,8%	5,0%	2,4%	5,0%	5,0%
Gotówka	137	115	91	88	90
Dług netto	-102	-115	-91	-88	-90
Dług netto / EBITDA	-1,4	-1,4	-2,1	-2,0	-2,0
WC netto	204	176	158	160	157
WC netto / przychody	21,0%	19,5%	18,0%	19,6%	19,8%
Kapitał własny	423	431	389	389	390
ROE	13,6%	13,7%	5,8%	6,2%	6,3%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	72	84	50	38	44
Amortyzacja	13	15	15	16	16
Kapitał obrotowy	13	17	12	-2	3
CF inwestycyjny	-8	-18	-21	-18	-18
CAPEX	-15	-19	-21	-18	-18
CF finansowy	-34	-86	-51	-24	-24
Dywidenda	-19	-47	-50	-24	-24

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,4	3,4	3,6	3,3	3,2	3,0
Maksimum	30,1	20,7	19,4	14,7	13,5	12,8
Mediana	12,0	10,8	9,4	6,3	5,5	5,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	883	817	792	809	825	841	858	875	893	911	929
EBITDA	44	44	45	45	46	46	47	47	48	49	49
marża EBITDA	5,0%	5,4%	5,7%	5,6%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%
Amortyzacja	15	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
EBIT	28	29	29	29	30	30	31	31	32	33	33
Podatek	7	7	7	7	7	7	7	7	8	8	8
NOPLAT	24	24	25	24	25	25	26	26	27	27	28
CAPEX	-21	-18	-18	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16
Kapitał obrotowy	12	-2	3	-4	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	31	20	26	20	22	22	23	23	24	24	24
PV FCF	29	18	21	15	15	14	13	13	12	11	
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	1,0%
Wartość firmy (EV)	309
Dług netto	-115
Inne korekty	88
Wycena DCF na akcję (PLN)	71,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	63,00
DCF	50%	71,00
cena wynikowa		67,00
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		71,00

Erbud kupuj (podwyższona)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Erbud zaraportował w 1Q'18 jeden z lepszych wyników finansowych w branży budowlanej (jednak głównie zbudowanym na zdarzeniach jednorazowych), wyraźnie przekraczając naszą prognozę oraz rynkowy konsensus. Po pierwszych trzech miesiącach spółka realizuje 21% naszej całorocznej prognozy ZN, co biorąc pod uwagę sezonowość wyników w budownictwie, jest niezłym wynikiem. Gorzej prezentuje się struktura bilansu, w której zauważalny jest wzrost zadłużenia i wzrost salda wyceny kontraktów budowlanych (122 mln PLN vs. 14 mln PLN na koniec marca '17). Jest to niestety tendencja obserwowana w większości spółek z branży budowlanej. Wycena kontraktów budowlanych w przeszłości osiągała w Erbudzie obserwowany dziś poziom i nie wiązało się to z większymi konsekwencjami dla kursu. Dziś rynek zdecydowanie silniej dyskontuje wszelkie objawy pogorszenia struktury bilansu, czym można tłumaczyć spadek kursu Erbudu o około 20% w ciągu miesiąca. Uważamy, że negatywna reakcja rynku jest zbyt silna, a rynek uwzględnia już nie tylko słabe wyniki roku. Bieżący kurs dyskontuje trwały spadek marży EBIT do poziomu ok. 1,5% vs. średnio 2,5% w latach 2012-2017. Powyższy scenariusz wydaje się zbyt pesymistyczny. Przy relatywnie szybkiej rotacji backlogu Erbudu (80% portfela z końca marca jest do przerobienia do końca 2018 r.) spodziewalibyśmy się poprawy rentowności już w 2019 r. Wsparciem dla powyższego scenariusza jest wciąż silny popyt na usługi budownictwa kubaturowego w Polsce. W związku ze spadkiem kursu podwyższamy rekomendację z akumuluj do kupuj.

Cena bieżąca

14,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

22,00 PLN

+47,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	22,00 PLN	2018-06-06	
poprzednia	akumuluj	23,10 PLN	2018-05-09	
Podstawowe dane			ERB PW	vs. WIG
Ticker	ERB PW	Zmiana 1M	-22,0%	-22,3%
ISIN	PLERBUD00012	Zmiana YTD	-22,2%	-14,9%
Liczba akcji (mln)	12,8	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	190,9	Średni obrót 6M		0,0 mln PLN
EV (mln PLN)	191,1	EV/EBITDA 12M fwd	3,5	-36,4%
Free float	15,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5	dyskonto

Prognozy 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	106,6	8,5	9,1	7,3	7,0
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	0,8	2,6	4,0	3,5	3,4
DPS	1,68	1,20	1,10	0,82	1,22
DYield	11,3%	8,1%	7,4%	5,5%	8,2%
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	1 790	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%

*skorygowano o dywidendę 1,10 PLN, dzień ustalenia prawa 2018-06-05

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*		22,00

Unibep kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Wyniku Unibepu za 1Q'18 okazały się największym zaskoczeniem w branży budowlanej. Spółka osiągnęła w 1Q 18,1 mln PLN zysku netto, znacznie przekraczając nasze oczekiwania (12,6 mln PLN) oraz rynkowy konsensus (9,9 mln PLN). Źródłem pozytywnego zaskoczenia był segment deweloperski, który wypracował marżę brutto na sprzedaży w wysokości 37%. Tegoroczne najbardziej rentowne projekty Unibepu zostały rozliczone w 1Q. W kolejnych kwartałach spodziewamy się niewielkiego zysku w powyższym segmencie działalności. Segment budowlany osiągnął w 1Q'18 I marżę w wysokości 4,2%, co postrzegamy jako dobry wynik biorąc pod uwagę bieżącą sytuację w sektorze. Dobre wyniki 1Q okazały się niewystarczające, by powstrzymać spadek kursu Unibepu, który pod ciężarem słabego sentymentu do branży spadł w minionym miesiącu ponad 20%. Sądzymy, że rynek nie docenia znaczenia działalności deweloperskiej dla wyników Unibepu i potencjału tego segmentu w kolejnych latach. Spółka ma zabezpieczone grunty na lata 2018-2020, stąd wysoki zysk na sprzedaży mieszkań, nie powinien być jedynie fenomenem 4Q'17 i 1Q'18. Po 1Q'18 Unibep realizuje 59% naszej całorocznej prognozy ZN'18=31 mln PLN (P/E=6,4x). Przyzwoita marża segmentu budownictwa kubaturowego w 1Q pozwala realnie myśleć o dodatnim wyniku segmentu w całym 2018 r., czego raczej inwestorzy nie zakładają, biorąc pod uwagę bieżący poziom kursu akcji spółki. Rekomendujemy kupno akcji Unibepu.

Cena bieżąca

5,44 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

10,10 PLN

+85,7%

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

Podstawowe dane			UNI PW	vs. WIG
Ticker	UNI PW	Zmiana 1M	-24,9%	-25,2%
ISIN	PLUNBEP00015	Zmiana YTD	-45,2%	-37,9%
Liczba akcji (mln)	35,1	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	190,8	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	194,4	EV/EBITDA 12M fwd	3,4	-51,9%
Free float	27,7%	EV/EBITDA 5Y avg	7,1	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	6,0	7,4	6,2	5,3	5,9
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,8	3,3	4,1	3,2	3,0
DPS	0,17	0,20	0,15	0,31	0,41
DYield	3,1%	3,7%	2,8%	5,6%	7,5%
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

Wyniki Atalu za 1Q nie przyniosły większych zaskoczeń. Były zbliżone zarówno do naszych prognoz jak i konsensusu i nie powodują potrzeby aktualizacji naszych prognoz. W 1Q spółka powiększyła bank ziemi o 4 kolejne działki w Gdańsku, Poznaniu i Krakowie o łącznej wartości 40 mln PLN. W 2Q miały miejsce kolejne akwizycje. Nie wykluczone, że po rekordowym pod względem zakupów 2017 r., w 2018 roku Atal powtórzy akwizycje na poziomie około 200 mln PLN. Średnia cena tegorocznych zakupów wynosi 700-800 PLN/PUM, tak więc jest zbliżona do poziomu z ostatnich dwóch lat i nominalnie niska, biorąc pod uwagę presję cenową na rynku gruntów. Atal utrzymuje bank ziemi na poziomie 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. Po pierwszych trzech miesiącach Atal posiada ofertę o 18% wyższą r/r, oraz realizuje 25% naszej całorocznej prognozy sprzedaży, która wydaje się bezpieczna. 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

43,00 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

47,00 PLN

+9,3%

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

Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	-1,6%	-2,0%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+0,7%	+8,0%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 664,7	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	1 801,9	EV/EBITDA 12M fwd	7,8	-5,1%
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	18,6	9,7	8,6	9,0	8,8
P/BV	2,4	2,1	2,0	1,9	1,9
EV/EBITDA	17,0	8,4	7,3	7,8	8,0
DPS	0,61	1,73	3,54	4,54	4,86
DYield	1,4%	4,0%	8,2%	10,6%	11,3%
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.
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

Capital Park zaraportował wyraźnie lepsze wyniki r/r i zarazem nieco lepsze od naszych prognoz (oczyszczając o zdarzenia jednorazowe). W 1Q spółka zwiększyła zysk z najmu o 17% r/r, oczyszczony EBIT o 30% oraz FFO o 64%. Po 1Q spółka realizuje 27% naszej całorocznej prognozy FFO i jest na dobrej drodze, by ją zrealizować. 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

5,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,35 PLN

+51,8%

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

Podstawowe dane			CPG PW	vs. WIG
Ticker	CPG PW	Zmiana 1M	0,0%	-0,3%
ISIN	PLCPPRK00037	Zmiana YTD	-5,0%	+2,3%
Liczba akcji (mln)	108,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	598,1	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 935,6	EV/EBITDA 12M fwd	18,9	-25,3%
Free float	19,1%	EV/EBITDA 5Y avg	25,2	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	19,5	-	10,9	9,2	8,8
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	14,0	-	17,7	17,0	18,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,15	0,20
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%	3,6%
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. wias.	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. W maju Dom Development zawarł ze swoją jednostką zależną - Dom Development Construction Sp. z o.o. - umowę na generalne wykonawstwo inwestycji "Żoliborz Artystyczny" (pierwsza realizacja z własnym GW). Koszt w przeliczeniu na PUM szacujemy na ok. 4300 PLN, co jest zbliżone do naszych założeń z ostatniego raportu. Harmonogram przewiduje jednak szybszą niż zakładaliśmy realizację powyższej inwestycji, co może wpłynąć pozytywnie na nasze prognozy ZN'20. Nasze obecne prognozy zakładają ZN'18=238 mln PLN, ZN'19=233 mln PLN, ZN'20=248 mln PLN. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

86,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

103,10 PLN

+19,9%

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

Podstawowe dane			DOM PW	vs. WIG
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	-0,9%	-1,3%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	+0,6%	+7,9%
Liczba akcji (mln)	24,9	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 138,7	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 191,9	EV/EBITDA 12M fwd	7,9	-29,8%
Free float	26,4%	EV/EBITDA 5Y avq	11,2	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	17,0	11,2	9,0	9,2	8,6
P/BV	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0
EV/EBITDA	12,8	9,1	7,2	7,5	7,2
DPS	3,25	5,05	7,60	9,50	9,38
DYield	3,8%	5,9%	8,8%	11,0%	10,9%
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.	
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%

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%

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%

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

Wyniki Echo za 1Q'18 były zbliżone do rynkowego konsensusu i naszych prognoz. Względem 1Q'17 spółka osiągnęła zysk niższy o 9% na EBIT oraz 19% na ZN, co przede wszystkim wynika ze wzrostu kosztów ogólnych i braku zysków z projektów JV. Warto podkreślić poprawę marży segmentu mieszkaniowego z 19% w 1Q'17 do 28% w 1Q'18. Podtrzymujemy roczną prognozę ZN, która po 1Q jest zrealizowana w 17%. W bazowym scenariuszu nie zakładamy nadzwyczajnej dywidendy związanej ze sprzedażą udziałów w EPP. Taki scenariusz wciąż jest jednak realny. Na początku czerwca spółka poinformowała o sprzedaży za ok. 21 mln EUR nieco ponad 1/3 posiadanego pakietu akcji EPP. Pozyskana w ten sposób gotówka stanowi równowartość 4,7% kapitalizacji spółki. Szacujemy, że w najbliższych latach Echo stać na utrzymanie wyników finansowych w okolicy 300 mln PLN (P/E=6,0-6,5x). 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. W maju Echo sfinalizowało sprzedaż pierwszego z czterech biurów, których sprzedaż zakładamy w '18 (West Link). Ich łączna wartość to około 650 mln PLN. W długim terminie opcją na dodatkowy zysk (nieujęty w naszych prognozach) jest zaangażowanie się Echa w projekt Resi4Rent, o czym spółka szerzej informowała w maju. Rekomendujemy kupno akcji Echo.

Cena bieżąca

4,62 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,63 PLN

+21,9%

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

Podstawowe dane			ECH PW	vs. WIG
Ticker	ECH PW	Zmiana 1M	-5,7%	-6,1%
ISIN	PLECHPS00019	Zmiana YTD	+14,1%	+21,4%
Liczba akcji (mln)	412,7	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 906,6	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 943,7	EV/EBITDA 12M fwd	16,5	+2,8%
Free float	14,4%	EV/EBITDA 5Y avg	16,0	premia

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	4,8	6,1	6,3	5,8	7,2
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	3,7	10,0	7,3	7,5	9,1
DPS	5,96	0,66	0,50	0,51	0,56
DYield	129,0%	14,3%	10,8%	11,1%	12,1%
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. włas.	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%
Rewaluacja/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%

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

GTC zaraportował dobre wyniki finansowe, które były zbliżone do naszych oczekiwań i wyraźnie wyższe od konsensusu, za co zapewne odpowiadała wyższa rewaluacja. Spółka osiągnęła 25% dynamikę NOI, 22% wzrost oczyszczonego EBIT oraz 25% wzrost FFO względem 1Q'17, co przede wszystkim wynikało z oddania do użytku Galerii Północnej w drugiej połowie 2017 r. Wskaźnik długu netto do kapitałów własnych wyniósł 89%, a wskaźnik LTV 43%, bez istotnych zmian względem końca roku. Podsumowując, wyniki GTC za 1Q'18 dobrze wróżą naszej całorocznej prognozie, która po 1Q jest zrealizowana w 25% na oczyszczonym EBIT i 27% na FFO. Zakładając, że spółka sfinalizuje w tym roku zakup centrum handlowego Mall of Sofia oraz przyległego biurowca, nasze prognozy na bieżący rok powinny być przekroczone. Przypominamy, że łączny NOI powyższych obiektów to 7,55 mln EUR. 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 stricte deweloperskie. Rekomendujemy trzymanie akcji GTC.

Cena bieżąca

9,04 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9,60 PLN

+6,2%

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

Podstawowe dane			GTC PW	vs. WIG
Ticker	GTC PW	Zmiana 1M	+1,9%	+1,6%
ISIN	PLGTC0000037	Zmiana YTD	-4,5%	+2,8%
Liczba akcji (mln)	470,3	Średni obrót 1M		4,1 mln PLN
MC (mln PLN)	4 251,5	Średni obrót 6M		1,4 mln PLN
EV (mln PLN)	8 633,4	EV/EBITDA 12M fwd	17,7	+19,8%
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	6,4	10,9	9,4	8,2
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	11,1	8,5	15,1	14,2	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

LC Corp zaraportował nominalnie bardzo dobre wyniki finansowe. Pod względem osiągniętego zysku netto (78 mln PLN) był to najlepszy kwartał w historii spółki. Wyniki były zarazem o wyższe od naszej prognozy EBIT o 26% i o 30% wyższe na ZN, co spółka zawdzięcza bardzo dobrej marży segmentu mieszkaniowego (34%). Dopełnieniem pozytywnego obrazu są wysokie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej (+123 mln PLN). Wskaźnik długu netto do kapitału własnego spadł o 10 p.p. r/r do 48%. Przypominamy, że przy wskaźniku poniżej 60%, spółka wypłaca dywidendę w wysokości 75% oczyszczonego ZN. Widzimy szansę na przekroczenie naszej prognozy oczyszczonego ZN'18=170 mln PLN. Po 1Q'18 jest ona wykonana w 39%. Nie widzimy też zagrożeń dla realizacji naszej prognozy sprzedaży mieszkań w '18 (1,9 tys. szt.), która jest wykonana w 34%. 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). LC Corp pozostaje jednym z naszych top picków w sektorze deweloperskim. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

2,72 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,50 PLN

+28,7%

	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%	+0,0%
ISIN	PLCCRP00017	Zmiana YTD	-1,1%	+6,2%
Liczba akcji (mln)	447,6	Średni obrót 1M		2,0 mln PLN
MC (mln PLN)	1 217,4	Średni obrót 6M		1,5 mln PLN
EV (mln PLN)	2 137,5	P/E 12M fwd	6,3	-36,2%
Free float	41,3%	P/E 5Y avg	9,9	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
Rewaluacja	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	10,8	15,2	6,6	5,8	6,0
P/E koryg.	10,1	8,1	7,2	6,3	6,0
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
DPS	0,18	0,07	0,24	0,29	0,32
DYield	6,6%	2,6%	8,8%	10,5%	11,9%
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.
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

Wyniki za 1Q'18 były poniżej oczekiwań rynkowych oraz naszych oczekiwań na linii EBITDA. Spółka poprawiła rezultat EBITDA o 23% r/r w 1Q'18, co jest dynamiką relatywnie niską biorąc pod uwagę efekt bazy (0% r/r w 1Q'17). Na brak istotnej poprawy wyniku wpływ miała przede wszystkim konsolidacja przejętych w 2017 roku restauracji. Biorąc pod uwagę dynamikę poprawy EBITDA r/r w 1Q'18, uważamy że normalizacja bazy w 2-3Q'18 może negatywnie wpłynąć na tempo poprawy rezultatów w tych okresach. Jednocześnie AmRest utrzymuje wysoką aktywność na rynku M&A również w 2018 roku. 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 maju opublikowana została informacja o podpisaniu wstępnego wiążącego porozumienia na przejęcie 15 restauracji KFC na rynku Francuskim. 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.

Cena bieżąca

456,00 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

426,00 PLN

-6,6%

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

Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	-5,0%	-5,3%
ISIN	NL0000474351	Zmiana YTD	+11,2%	+18,5%
Liczba akcji (mln)	21,2	Średni obrót 1M		7,3 mln PLN
MC (mln PLN)	9 673,5	Średni obrót 6M		5,2 mln PLN
EV (mln PLN)	11 453,9	EV/EBITDA 12M fwd	13,2	+31,5%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	10,0	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	50,8	53,1	48,0	37,7	29,0
P/BV	7,4	7,4	6,4	5,5	5,2
EV/EBITDA	19,9	18,6	15,7	12,5	10,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	12,09
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%
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%

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%

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%

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%

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 kupuj (podwyższona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

1Q'17 był najgorszym historycznie 1Q ze stratą EBITDA 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. 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%). 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. W maju'18 sprzedaż spółki została poprawiona o 15% r/r, na co istotny wpływ miał efekt bazy (szacujemy spadek sprzedaży/mkw. o 4,5% r/r). Podobnie niskie tempo poprawy sprzedaży spółka może odnotować w okresie czerwiec-wrzesień'18, gdzie również występuje efekt bazy. Oczekujemy, że negatywny wpływ spowolnienia wzrostu sprzedaży r/r zostanie istotnie ograniczony przez wzrost marży brutto na sprzedaży r/r w 2-3Q'18 oraz kontrolę kosztów SG&A. 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 650 mln PLN). Pomimo przejściowego spowolnienia dynamiki sprzedaży, oceniamy pozytywnie perspektywę spółki w średnim terminie i po ostatniej korekcie kursu podnosimy rekomendację z akumuluj do kupuj bez zmiany ceny docelowej.

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%

Cena bieżąca	242,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	295,00 PLN	+21,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	295,00 PLN	2018-06-06	
poprzednia	akumuluj	295,00 PLN	2018-05-09	
Podstawowe dane		CCC PW	vs. WIG	
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	-6,1%	-6,5%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-14,8%	-7,5%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	26,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 985,6	Średni obrót 6M	22,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 555,1	EV/EBITDA 12M fwd	13,8	-13,7%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	16,0	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	31,0	35,8	31,7	18,8	14,0
P/BV	10,3	9,1	7,4	5,5	4,1
EV/EBITDA	23,0	21,0	17,9	12,5	9,7
DPS	2,19	2,47	1,40	1,87	0,00
DYield	0,9%	1,0%	0,6%	0,8%	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%	

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 trzymaj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka opublikowała bardzo dobre wyniki finansowe za 1Q'18, 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 2017 oraz 1Q'18), rentowności sprzedaży oraz marży EBITDA. Poprawie uległ również cykl konwersji gotówki (-3,9 dnia r/r do -42,8 dni na koniec 2017 roku), gdzie nadal widzimy wysoki potencjał (zakładamy poprawę o 1,5 dnia średniorocznie w latach 2018-21). Warto podkreślić, że wysoka poprawa sprzedaży porównywalnej w 1Q'18 była wspierana przez efekt Świąt Wielkanocnych. W 2Q'18 efekt ten będzie działał negatywnie na dynamikę lfl, co może przełożyć się na przejściowe spowolnienie poprawy efektywności sprzedaży, co może zostać negatywnie odebrane przez inwestorów. Dalszy dynamiczny wzrost skali działalności powinien przełożyć się na (1) kontynuację poprawy warunków handlowych (wzrost rentowności sprzedaży oraz dalszą poprawę 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). Biorąc pod uwagę wzrost kursu obniżamy naszą rekomendację z akumuluj do trzymaj przy utrzymaniu ceny docelowej.

Cena bieżąca

107,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

103,50 PLN

-3,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	103,50 PLN	2018-06-06	
poprzednia	akumuluj	103,50 PLN	2018-05-09	
Podstawowe dane			DNP PW	vs. WIG
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+10,6%	+10,3%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+36,3%	+43,6%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	26,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 529,5	Średni obrót 6M	16,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 073,5	EV/EBITDA 12M fwd	18,7	+17,3%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	15,9	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	69,6	49,3	33,0	24,7	19,8
P/BV	15,4	11,6	8,6	6,4	4,8
EV/EBITDA	39,3	28,3	20,4	15,7	12,5
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
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	
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

Rezultaty spółki za 1Q'18, były nieznacznie powyżej oczekiwań rynkowych. Czynnikiem wspierającym wyniki spółki w 1Q'18 był efekt Świąt Wielkanocnych. Segment hurtowy poprawił EBITDA z 36,7 mln PLN w 1Q'17 do 47,4 mln PLN w 1Q'18, na co wpływ miały zwiększone obroty w Eurocash Dystrybucja oraz oszczędności kosztowe w C&C. W segmencie Detal sprzedaż została zwiększona o 3% r/r do 817 mln PLN w 1Q'18, natomiast EBITDA zmniejszyła się do 21,5 mln PLN w 1Q'18 z 33 mln PLN w 1Q'17 (efekt kosztów związanych z modernizacją sklepów oraz konsolidacją biznesów). W 2Q'18 na dynamikę wyników spółki negatywny wpływ będzie miał efekt bazy (niekorzystny efekt kalendarzowy). W maju Eurocash otrzymał zgodę Prezesa UOKiK na przejęcie sieci Mila oraz sfinalizował transakcję. Zgodnie z zapowiedziami zarządu Eurocash pełna integracja przejętej sieci może potrwać 2-3 lata. 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. Pozytywne efekty restrukturyzacji oraz efekt bazy powinny przelożyć 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

23,45 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

30,70 PLN

+30,9%

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

Podstawowe dane			EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-0,5%	-0,8%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-8,9%	-1,6%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	4,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 263,4	Średni obrót 6M	11,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 410,0	EV/EBITDA 12M fwd	8,5	-25,9%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	11,4	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	18,2	-	24,6	19,0	13,8
P/BV	2,8	3,2	2,8	2,5	2,3
EV/EBITDA	8,3	15,0	7,9	6,8	5,8
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%
Zdykontowana 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 (podwyższona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Poprawa sprzedaży porównywalnej w sieci Biedronka nie zmniejsza tempa, pomimo efektu bazy. W 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 sprzedaży porównywalnej w sieci Biedronka pozwoliła na utrzymanie rentowności EBITDA sieci r/r na poziomie 6,8% w 1Q'18, 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 oraz lfl 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 92 mln EUR w 2018 roku).

Cena bieżąca

13,52 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

16,40 EUR

+21,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	16,40 EUR	2018-06-06	
poprzednia	akumuluj	16,40 EUR	2018-04-06	
Podstawowe dane		JMT PL	vs. WIG	
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	+1,1%	+0,8%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	-13,2%	-5,9%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	12,1 mln EUR	
MC (mln EUR)	8 508,0	Średni obrót 6M	13,6 mln EUR	
EV (mln EUR)	8 423,7	EV/EBITDA 12M fwd	8,4	-15,7%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	9,9	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	18,3	17,1	16,4
P/BV	4,9	4,8	4,2	3,7	3,3
EV/EBITDA	9,8	9,4	8,0	7,3	6,6
DPS	0,28	0,63	0,31	0,37	0,40
DYield	2,1%	4,6%	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%

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%

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%

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 (bez zmian)

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, sprzyjającego kursu USD/PLN, dobrego przyjęcia nowych kolekcji oraz nowej polityki wyprzedaży. W 1Q'18 sprzedaż porównywalna liczona w lokalnych walutach wzrosła o 9,2%, co jest wynikiem ponadprzeciętnym biorąc pod uwagę niesprzyjające warunki pogodowe w 1Q'18. Wysoki wynik Ifl może wskazywać na dobre przyjęcie kolekcji wiosna-lato'18, co miałyby odzwierciedlenie w wynikach spółki za 2Q'18. Marża brutto na sprzedaży zmniejszyła się o 0,5p.p. r/r do 45,1% w 1Q'18, co wynikało przede wszystkim z coraz większego udziału kanału e-commerce w sprzedaży. W 2Q'18 oczekujemy, że korzystny kurs zakupu kolekcji oraz dobre jej przyjęcie pozwolą na istotne poprawienie marży brutto na sprzedaży r/r. W 1Q'18 wzrost kosztów SG&A/mkw. wyniósł 3,9% r/r, co jest tempem znacznie niższym niż w poprzednich kwartałach. Zdaniem zarządu istnieje potencjał do ograniczenia wzrostu kosztów SG&A również w kolejnych kwartałach 2018 roku.

Cena bieżąca

9 280,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9 500,00 PLN

+2,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	9 500,00 PLN	2018-05-09

Podstawowe dane		LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	+0,2% -0,2%
ISIN	PLLPP0000011	Zmiana YTD	+4,2% +11,5%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	19,5 mln PLN
MC (mln PLN)	17 190,5	Średni obrót 6M	21,9 mln PLN
EV (mln PLN)	16 518,3	EV/EBITDA 12M fwd	14,7 -1,5%
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	97,4	39,0	26,6	22,7	19,9
P/BV	8,0	7,0	5,8	4,9	4,1
EV/EBITDA	34,8	19,4	14,7	12,5	10,9
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%
Zdykontowana 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 (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W 1Q'18 spółka zaraportowała nieznacznie lepszy wynik EBITDA r/r. Brak istotnej poprawy wynikał z niskiej poprawy sprzedaży r/r (+1,3% r/r w 1Q'18), na którą wpłynęły niesprzyjające warunki pogodowe. W 1Q'18 spółka poprawiła marżę brutto na sprzedaży o 0,7p.p. r/r do 39,1%, a zwiększający się udział importu bezpośredniego w strukturze zakupów oraz znacznie niższa skala wyprzedaży r/r powinny wspierać rentowność sprzedaży w 2018 roku. Wprowadzone przez nowy Zarząd działania w zakresie optymalizacji kosztowej przynoszą pierwsze efekty w 1Q'18, co widoczne jest w obniżeniu wskaźnika SG&A/mkw. o 2,6% r/r. Obniżenie wskaźnika zostało osiągnięte pomimo wzrostu nakładów na marketing r/r. Modyfikacja oferty sprzedażowej, efekt bazy oraz zmiana polityki marketingowej przynoszą pierwsze efekty w poprawie sprzedaży/mkw. w marcu-kwietniu. Jednocześnie zgodnie z raportem za 1Q'18 spółka poprawiała w tym okresie marżę brutto na sprzedaży. Kontynuacja wzrostu efektywności sprzedaży r/r połączona ze wzrostem rentowności sprzedaży oraz dyscyplina kosztowa powinny pozwolić spółce na istotne poprawienie rezultatów r/r w 2018 roku. 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.

Cena bieżąca

1,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,44 PLN

+318,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	5,44 PLN	2018-05-09

Podstawowe dane			TXM PW	vs. WIG
Ticker	TXM PW	Zmiana 1M	-40,4%	-40,7%
ISIN	PLTXM0000015	Zmiana YTD	-74,0%	-66,7%
Liczba akcji (mln)	33,4	Średni obrót 1M	0,04 mln PLN	
MC (mln PLN)	43,5	Średni obrót 6M	0,03 mln PLN	
EV (mln PLN)	89,3	EV/EBITDA 12M fwd	6,2	-1,7%
Free float	21,4%	EV/EBITDA 5Y avg	6,3	dyskonto

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	3,7	-	7,4	2,8	2,2
P/BV	0,7	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	3,1	-	5,9	3,2	2,4
DPS	0,21	0,00	0,06	0,16	0,21
DYield	16,1%	0,0%	4,8%	12,3%	16,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż/mkw.			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
SG&A/mkw.			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Powierzchnia			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	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	-9	-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%

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana 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 (podtrzymana)

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

Notowania PBKM w ciągu ostatniego miesiąca były >1% gorsze od szerokiego rynku. Za 1Q'18 PBKM zaraportował wyniki wyższe od naszych oczekiwań o blisko 10% (po korekcie o zd. jednorazowe), jednak wynika to w całości z pozostałej działalności operacyjnej. Stąd też same wyniki odbieramy neutralnie i nie mamy na moment obecny podstaw do korekty prognoz dla PBKM w górę. Spółka pod koniec maja ogłosiła rekomendację 0,9 PLN dywidendy na akcję, istotnie poniżej naszej prognozy na poziomie 2,62 PLN. Dlatego korygujemy w dół naszą wycenę modelem DDM i cenę docelową dla PBKM. Nowy poziom wyceny to 76,26 PLN, co implikuje niski, tylko 3% potencjał wzrostowy. Podtrzymujemy neutralne podejście. Przypominamy także o informacjach o zakupie pakietu w Vita34. Podkreślamy, że przejście tak dużego podmiotu do wzrost ryzyka operacyjnego, co 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	9,0	17,0	18,7	20,2	20,9	21,4	21,9	22,5	23,0	24,2	24,8
PV dywidend	8,5	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	73,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	76,26 PLN	+4,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	76,26 PLN	2018-06-06
poprzednia	trzymaj	76,83 PLN	2018-04-06
Podstawowe dane			
Ticker	BKM PW	Zmiana 1M	-5,2%
ISIN	PLPBKM000012	Zmiana YTD	+4,3%
Liczba akcji (mln)	5,0	Średni obrót 1M	1,2 mln PLN
MC (mln PLN)	362,9	Średni obrót 6M	0,6 mln PLN
EV (mln PLN)	359,4	EV/EBITDA 12M fwd	6,7
Free float	48,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,1

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	16,4	11,9	10,7	9,7	8,9
P/BV	6,5	4,6	3,7	3,0	2,6
EV/EBITDA	10,7	7,8	7,1	6,5	6,0
DPS	1,41	1,56	2,62	3,41	3,76
DYield	1,9%	2,1%	3,6%	4,7%	5,1%
Zmiana prognoz					
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

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)	61,35

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	83,20
DDM	33%	61,35
DCF	33%	70,48
Cena wynikowa		71,67
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		76,26

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 emitentów 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 6 czerwca 2018 o godzinie 8:48.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 6 czerwca 2018 o godzinie 8:48.

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, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energa, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PBKM, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PZU, Solar Company, 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, BOŚ, 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, Pekabex, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

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

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 Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Impexmetal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
KGHM	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-Mcmoran, Grupo Mexico, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
LC Corp	Archicom, Atal, Dom Development, Echo Investment, GTC, i2 Development, JWC, Lokum Deweloper, Polnord, Ronson
Lotos, MOL	Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Galp, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras, Unipetrol
LPP	CCC, Gerry Weber, H&M, Hugo Boss, IC Companys, Inditex, Kappahl, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
Netia	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Megafon, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange , Orange Polska, Rostelecom , Swisscom, Talktalk Telecom, TDC, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpelcom , Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Swisscom, TDC, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, SSE, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Galp, Hellenic, Huntsman, Indorama, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Unipetrol, Westlake
Play	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, TDC, Telecom Italia, TalkTalk, Tele2, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpel, Vodafone Group
Polwax	Alexandria Mineral Oils, Calumet Specialty Products, Ciech, Fuchs Petrolub, H&R, Moresco, Sasol
Skarbiec Holding	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Altus, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Quercus, Schroders, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Paged, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmar, 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

Alior 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	przeważaj
data wydania	2018-06-06	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	121,00	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	trzymaj	redukuj	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj
data wydania	2018-06-06	2018-03-27	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20
cena docelowa (PLN)	41,20	41,20	44,00	44,80	44,80	44,00	44,80
kurs z dnia rekomendacji	44,00	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	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02	2017-07-24
cena docelowa (PLN)	163,00	216,39	246,00	267,00
kurs z dnia rekomendacji	153,00	215,00	197,80	229,50



Bytom

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-05-23	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,92	2,50	2,67	2,37

BZ WBK

rekomendacja	kupuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	430,00	430,00	377,87	377,87	400,10
kurs z dnia rekomendacji	357,80	420,00	370,00	358,50	369,60

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	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-06-06	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	295,00	286,00	295,00	292,00	292,00	308,00	294,00
kurs z dnia rekomendacji	242,80	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	sprzedaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-05-29	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)	458,38	449,51	449,51	506,40	532,50	548,60	512,33	512,33	468,78	453,01
kurs z dnia rekomendacji	551,00	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	kupuj
data wydania	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	88,64	89,71	85,40	85,87	90,13	79,54	77,07	82,00
kurs z dnia rekomendacji	60,20	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	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-04	2018-02-02	2018-01-18
cena docelowa (PLN)	103,50	103,50	103,50	95,40	95,40
kurs z dnia rekomendacji	107,40	96,65	85,10	85,00	80,00

Dom Development

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

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	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	71,00	116,00	113,00	134,00
kurs z dnia rekomendacji	69,00	96,40	81,20	109,50

Elektrotim

rekomendacja	równoważ	przeważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-05-28	2017-11-16	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	5,80	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	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-05-29	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)	12,62	11,78	12,11	12,98	12,82	12,82	14,59	15,23	12,60
kurs z dnia rekomendacji	9,57	9,10	10,36	11,07	12,19	11,89	14,80	15,25	13,14

Energa

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-05-29	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)	15,58	14,91	14,71	15,20	14,97	14,81	14,49	13,50	13,20	10,71
kurs z dnia rekomendacji	9,00	9,96	10,11	12,21	12,60	12,09	13,40	13,64	11,65	10,87

Erbud

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2017-12-15	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	22,00	23,10	29,60	29,40	28,70	29,80	31,30	33,50
kurs z dnia rekomendacji	14,90	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	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-06-06	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (EUR)	40,00	40,00	35,98	35,98
kurs z dnia rekomendacji	34,78	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	sprzedaj	sprzedaj	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	zawieszona	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-05-23	2017-11-28	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,63	1,29	1,78

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-05-25	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)	44,40	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	42,60	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	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-05-28	2018-01-12
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,30	14,90

ING BSK

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	sprzedaj
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	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-06-06	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (EUR)	16,40	16,40	16,90	16,90	17,10	17,10	17,10
kurs z dnia rekomendacji	13,52	14,90	15,17	17,12	16,50	15,85	16,76

JSW

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	115,23	109,12	108,14	120,71	122,30
kurs z dnia rekomendacji	86,66	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	2018-03-05	2018-02-02	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	trzymaj
data wydania	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	371,08	363,01	357,21	379,66	391,41	390,72	414,09
kurs z dnia rekomendacji	360,50	353,00	346,00	352,50	385,00	408,00	402,10

KGHM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-06-06	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)	112,92	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	96,52	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
data wydania	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	300,94	340,17	308,06
kurs z dnia rekomendacji	222,20	293,45	340,95

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
data wydania	2018-04-06	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	7,00	7,00
kurs z dnia rekomendacji	8,35	9,59

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	przeważaj	równoważ
data wydania	2018-05-23	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,19	8,21	8,93	7,89

Netia

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	4,30	4,30	4,60	4,00
kurs z dnia rekomendacji	5,00	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	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-06-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (HUF)	12090,00	12090,00	10901,00	10901,00	10901,00	10901,00	10901,00
kurs z dnia rekomendacji	10 210,00	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	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	76,26	76,83	76,00	71,00	71,00	66,30	63,90
kurs z dnia rekomendacji	73,00	77,00	73,00	69,60	63,00	63,00	54,50

Prime Car Management

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	15,54	33,00	35,30
kurs z dnia rekomendacji	12,70	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	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-05-29	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)	13,60	12,89	12,61	13,30	13,20	13,61	14,98	14,46	14,46
kurs z dnia rekomendacji	9,28	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
data wydania	2018-02-02	2017-12-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	10,50	8,70

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	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-05-30	2018-01-29	2017-11-20
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	14,50	13,05	11,00

Tauron

rekomendacja	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	2,76	2,73	2,98	3,38	3,23	3,64	3,89	3,67
kurs z dnia rekomendacji	2,01	2,38	2,69	3,08	3,10	3,75	3,92	3,65

Torpol

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-05-28	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	6,40	7,50	7,98	8,16	8,55	10,93	12,05

Trakcja

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-05-18	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	3,65	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	równoważ
data wydania	2018-05-28	2018-03-29	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	73,00	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	przeważaj	równoważ	przeważaj	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-05-23	2018-02-02	2018-01-19	2017-12-13	2017-11-28	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,79	5,16	4,34	4,36	3,88	3,26

Wasko

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-05-30	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,68	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	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-05-28	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	5,86	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.kliszcz@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