mBank Dom Maklerski

mBank.pl

środa, 4 lipca 2018 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: lipiec 2018

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Korekta indeksów, wykupienie rynku w krótkim okresie, niskie wyceny i osłabienie lokalnych walut są okazją dla globalnego kapitału na EM. Ryzykiem zwiększającym zmienność pozostaje eskalacja wojny handlowej.

Ze spółek

Finanse

Podtrzymujemy przeważenie polskiego sektora bankowego, który od początku roku zachowywał się nieznacznie lepiej od szerokiego indeksu MSCI EME Financial. Obecnie widzimy już 22% potencjał wzrostu dla sektora bankowego w Polsce. Pomimo braku podwyżek stóp procentowych w tym roku konsensus prognoz jest nadal w zasięgu banków, dzięki bardzo dobrym dynamikom kredytów detalicznych. Przecena sektora bankowego w CEE pozostawiła wyceny OTP, EBS czy KOMB na bardzo atrakcyjnych poziomach.

Chemia

Naszym faworytem z branży chemicznej pozostaje Ciech.

Paliwa

„Ostatni" negatywny katalizator (szczyt OPEC) nie zdołał zmienić trendu na cenie ropy, co buduje mało optymistyczną perspektywę dla sektora downstream. W tym kontekście rekomendujemy budowanie ekspozycji w spółkach z istotnym segmentem wydobywczym i niską wyceną na tle grupy porównawczej (PGNiG, MOL).

Energetyka

Indeks WIG-Energia po krótkim odbiciu znów wrócił w okolice minimum, pomimo wzrostów cen węgla na europejskim rynku i powrotu cen energii na TGE do 210 PLN/MWh. Nadal podtrzymujemy opinię, że otoczenie regulacyjne i makro powinny budować wartość sektora.

Telekomunikacja, media, IT

W lipcu'18 spodziewamy się spadków notowań PLY, a wzmocnienia kursu oczekujemy w CPS i OPL. Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do AGO, jak i WPL z/w na dobrą koniunkturę na rynku reklamowym. Wśród spółek o mniejszej kapitalizacji najciekawiej prezentują się ATD i ASE.

Przemysł, metale

W ostatnich dwóch miesiącach wyraźnie wzrósł wskaźnik PPI dla polskiego przemysłu, co wynika naszym zdaniem z osłabienia PLN do EUR i USD (wyższe ceny sprzedaży dla eksporterów). Spółki przemysłowe w 2Q'18 skorzystają z niskiej ubiegłorocznej bazy rezultatów. Warto przypomnieć, że w 2Q'17 aż 56% spółek pogorszyło r/r rezultaty i praktycznie żadna nie zaskoczyła pozytywnie względem prognoz (1-szy okres osłabienia wyników).

Budownictwo

Perspektywy sektora pozostają negatywne. Po spadkach podtrzymujemy neutralne lub negatywne pozycjonowanie z wyjątkiem spółek budownictwa kubaturowego (UNI, ERB).

Deweloperzy

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do sektora. Preferujemy spółki charakteryzujące się wysoką efektywnością: ARH, 1AT, DOM, LCC, LKD, notowane na P/B'18=1,1x, P/E'18-20=6,4x oraz DYield'19-20=11,3%.

Handel

Efekt Mundialu 2018 może negatywnie wpłynąć na odwiedzalność centrów handlowych oraz sprzedaż spółek odzieżowo-obuwniczych w czerwcu'18. Naszym zdaniem najatrakcyjniej wycenionymi spółkami w sektorze są BTM, CCC, JMT, LPP oraz VST.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: 1AT, ALR, AMC, BTM, CCC, CIE, ECH, ENA, ENG, FMF, JMT, JSW, KGH, KOMB, LCC, LPP, PFL, PGE, PGN, POZ, PZU, TPE, UNI, VST
Negatywne: CEZ, EAT, MIL, PKN

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	56 394	-2,6%	-12%
ATX	3 224	-3,5%	-4%
BUX	36 204	+0,7%	-8%
PX	1 076	+0,8%	+4%
Indeksy sektorowe WIG		**1M**	**YTD**
WIG20	2 160	-1,4%	-12%
mWIG40	4 207	-5,8%	-11%
sWIG80	12 771	-4,7%	-10%
Banki	7 316	-2,9%	-14%
Budownictwo	2 178	-8,0%	-23%
Chemia	11 773	-1,2%	-23%
Energia	2 358	-4,0%	-21%
Górnictwo	3 584	-0,2%	-18%
Informatyka	1 947	-5,3%	-5%
Media	4 762	-8,8%	-1%
Nieruchomości	2 124	-1,7%	-3%
Odzież	6 626	-9,4%	-12%
Paliwa	6 061	+1,7%	-15%
Spożywczy	3 490	-7,2%	-4%
Telekomunikacja	645	-4,9%	-13%
Top 5 / Worst 5		**1M**	**YTD**
Elektrotim	6,70	+34,0%	-23%
Prairie Mining	1,40	+27,3%	-5%
Interma Trade	2,67	+24,8%	-18%
Rank Progress	1,92	+17,8%	+1%
Polnord	8,91	+17,4%	-8%
Kopex	1,95	-22,0%	-49%
Stelmet	10,70	-24,4%	-26%
Altus TFI	7,62	-24,8%	-40%
PCM	11,60	-32,0%	-59%
Mostostal Zabrze	0,23	-39,5%	-64%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Atal	kupuj ▲	42,86 PLN ►
CEZ	sprzedaj ►	440,96 CZK ▼
Ciech	kupuj ►	81,14 PLN ▼
ING BSK	kupuj ▲	212,00 PLN ►
JSW	kupuj ►	107,00 PLN ▼
Stelmet	kupuj ►	20,24 PLN ▼
TXM	kupuj ►	3,48 PLN ▼

Spis treści

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

Rynek akcji

W czerwcu rosnące ryzyko wojny handlowej zepchnęło inne wydarzenia na dalszy plan i w głównej mierze odpowiadało za sentyment inwestorów na rynkach akcji (S&P500: +0,5%, DAX: -2,4%, SHP Composite: -8,0%). Pomimo dobrej sytuacji gospodarczej w Polsce i relatywnie atrakcyjnego poziomu wskaźników wycenowych, WIG20 pozostaje jednym z najsłabiej zachowujących się indeksów giełdowych na świecie (-13,9% YTD). Oprócz globalnego wzrostu ryzyka inwestycyjnego związanego z wojną handlową głównym powodem relatywnej słabości WIG pozostaje odpływ lokalnego kapitału. Od kilku kwartałów kapitał jest wycofywany z funduszy akcyjnych TFI przy jednoczesnym ujemnym saldzie przepływów OFE/ZUS, co zwiększa podatność GPW na przepływy globalne. Umocnienie USD, które trwa od połowy kwietnia, negatywnie wpływa na zachowanie indeksów na rynkach wschodzących (MSCI EM -8,6% YTD). W czerwcu fundusze ETF dedykowane na EM zanotowały największy odpływ kapitału od stycznia 2014 (-8,4 mld USD). Początek lipca powinien dać odpowiedź na pytanie, czy dojdzie do dalszej eskalacji wojny handlowej, co będzie kluczowe dla zachowania indeksów giełdowych w kolejnych tygodniach.

Globalna gospodarka rośnie, ale...

Indeks PMI Composite dla światowej gospodarki w maju wzrósł o 0,2 do 54 pkt – pozostaje jednak nieznacznie poniżej cyklicznego szczytu z lutego br. (54,8). Biorąc pod uwagę niepewną sytuację na rynkach wschodzących związaną m.in. z umocnieniem USD (ale również słabsze dane z Chin) oraz spowolnieje w Europie, wśród inwestorów wywołuje to obawy o utrzymanie w przyszłości trendu wzrostowego. Nadal najlepiej fundamentalnie prezentuje się gospodarka amerykańska. Zgodnie z prognozą Evercore ISI w 2Q realny wzrost PKB ma osiągnąć dynamikę 3,3% r/r (+4,8% q/q), sytuacja na rynku pracy jest najlepsza od kilkunastu lat, produktywność rośnie szybciej niż PKB (w 1Q +3,6% vs. 2,8% w przypadku PKB, dane q/q), a spółki giełdowe raportują najlepsze wyniki w historii (co dodatkowo wspiera rynek akcji poprzez rekordowo wysokie środki skierowane na skup akcji własnych i dywidendy – 800 mld USD). Czerwcowy ISM w przemyśle okazał się lepszy niż oczekiwali analitycy (60,2 vs. oczekiwane 58,3 i 58,7 w maju), potwierdzając pozytywne momentum. Rozczarowuje przede wszystkim sytuacja w Europie. W licznych komentarzach oczekiwano, że osłabienie EUR wpłynie pozytywnie na wskaźniki wyprzedzające w strefie euro, co się jednak nie wydarzyło. Zagregowany wskaźnik dla całej strefy spadł w maju z 55,1 do 54,1 pkt. Wstępne odczyty PMI w przemyśle za czerwiec również okazały się słabsze w ujęciu m/m. PMI w Niemczech obniżył się z 56,9 do 55,9, we Francji z 54,4 do 52,6, a dla całej strefy z 55,5 do 54,9. Na czerwcowe odczyty mogła negatywnie wpływać sytuacja polityczna we Włoszech, jednak powtórzenie negatywnego trendu w lipcu będzie już odebrane przez inwestorów jako potwierdzenie wyraźnego spowolnienia koniunktury.

Banki centralne – dalsza normalizacja polityki monetarnej

Ostatnie posiedzenie FED – oprócz oczekiwanej podwyżki stóp procentowych (1,75%) – zaskoczyło inwestorów bardziej jastrzębim komunikatem, podnosząc oczekiwania na wyższe stopy w 2018/19. Fed skupił się na silnym wzroście gospodarczym w USA i rosnącej inflacji, pomijając wszelkie wzmianki o pogorszeniu się warunków finansowych w otoczeniu międzynarodowym. Powell wskazywał na konieczność osiągnięcia neutralnego poziomu stóp procentowych (rynki oczekują, że jest to poziom 2,75% chociaż pojawiają się już prognozy powyżej 3%, a nawet 3,25%), zaś obecną politykę określił jako nadal akomodacyjną. Inwestorzy będą zwracali szczególną uwagę na dane z rynku pracy, gdzie liczba dostępnych wakatów przekroczyła liczbę zarejestrowanych bezrobotnych (pierwszy raz od 2000 r.) i co może stwarzać presję na rosnące oczekiwania płacowe. W kolejnych kwartałach konsensus na docelowy poziom stóp może przesuwać się w górę. Jednoczesny spadek rentowności papierów dłużnych z dłuższymi terminami, powoduje dalszą presję na wypłaszczenie krzywej dochodowości (warunki finansowania w USA zacieśnią się), co generalnie jest zagrożeniem dla aktywów ryzykownych. To wraz z niektórymi rozczarowującymi danymi z Chin (produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna wzrosły mniej niż prognozowano) negatywnie wpływało na wyceny ryzykownych aktywów, w szczególności EM.

ECB również powoli zacieśnia politykę monetarną. Zgodnie z przewidywaniami na czerwcowym posiedzeniu nie zostały zmieniane stopy procentowe, ale ogłoszono ograniczenie programu QE (do września zakupy netto 30 mld EUR miesięcznie, od października do grudnia obniżenie skupu do 15 mld EUR miesięcznie). Jednocześnie ECB podwyższył prognozę ścieżki wzrostu inflacji na 2018-20 (najbardziej optymistyczna prognoza od lat) jednocześnie zapowiadając, że stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie do końca 2019, a nie jak dotychczas (w komunikacji z rynkami) ich poziom był uzależniony od danych rynkowych. Zmiana nastawienia ECB, w połączeniu ze spowolnieniem w strefie (ograniczenia podażowe, niższy popyt zewnętrzny) powoduje odwrót inwestorów od EUR i umacnia USD (negatywnie dla wycen na EM).

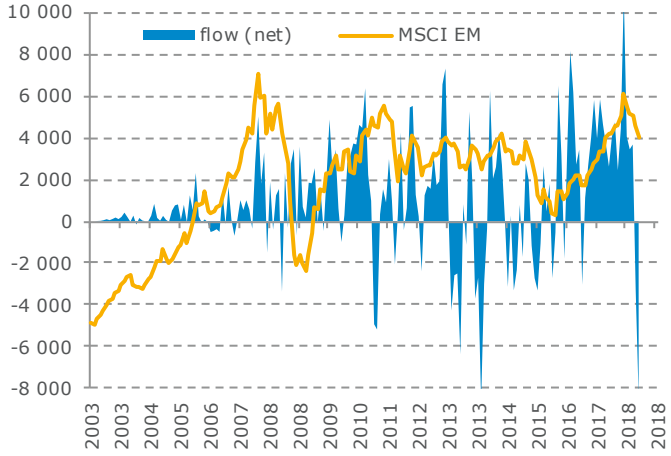
Wojna celna – sytuacja zmierza w złym kierunku

Po okresie kilku tygodni, kiedy rozmowy pomiędzy USA a Chinami i UE toczyły się w kuluarach, zaś komentarze wskazywały na realne porozumienie i złagodzenie pierwotnych zapowiedzi co do listy produktów obłożonych cłem według stawki 25%, administracja Trumpa przystąpiła do finalnej ofensywy. W pierwszych dniach czerwca ogłoszono podniesienie ceł na stal i aluminium z UE, Kanady i Meksyku (pierwotnie kraje te miały być wyłączone), a w połowie miesiąca Trump poinformował, że administracja do 6 lipca nałoży cła na towary z Chin o wartości 34 mld USD (1102 produkty z listy ogłoszonej na początku kwietnia). Co do 248 produktów o wartości importu 16 mld USD nadal nie wyznaczono jeszcze ostatecznej daty. Prezydent USA zapowiedział, że w przypadku reakcji odwetowej Chin będzie dążył do podniesienia ceł na dodatkowe 100, a nawet 200 miliardów dolarów towarów. Reakcja Chin była adekwatna… 34 mld USD od 6 lipca (m.in. płody rolne i samochody, taryfy dot. kolejnych produktów, m.in. surowców energetycznych, produktów chemicznych i sprzętu medycznego w dalszym terminie). Sytuacja jest bardzo trudna i negatywna dla rynków finansowych chociaż, nadal istnieje szansa że do 6 lipca strony mogą jeszcze dojść do konsensusu. Odwetowe cła zapowiadają również kraje europejskie.

GPW nadal pod wpływem umorzeń w ETF

Przy średniomiesięcznym odpływie kapitału z OFE na poziomie ok. 520 mln PLN i braku nowych środków w TFI (akcyjne i mieszane netto: -10 mln PLN w maju), GPW pozostaje zdana na przepływy kapitałów globalnych. Wprowadzenie PPK, które mogło zmienić obraz krajowych zasobów dedykowanych na rynek kapitałowy, odsuwa się w czasie (ostatnia zapowiedź to połowa 2019 roku). W czerwcu fundusze ETF dedykowane na rynki wschodzące straciły aż 8,4 mld USD (odpływy netto, -4,0% AUM), co było największym miesięcznym umorzeniem jednostek od stycznia 2014 roku i drugim największym w historii. Przypominamy, że w maju fundusze te straciły 3,3 mld USD.

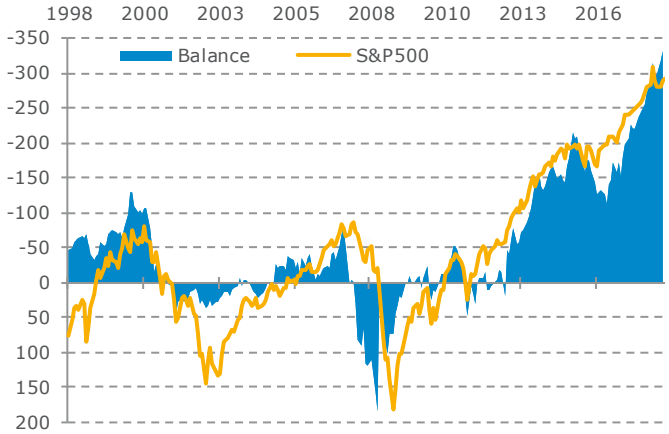
Przepływy netto do funduszy ETF dedykowanych na EM na tle MSCI EM



Źródło: Bloomberg

Analizując przepływy kapitałowe zwracamy jeszcze uwagę na rosnący lewar inwestycyjny na rynku amerykańskim. Szerzej opisywaliśmy sytuację w *Strategii inwestycyjnej 2018*. Według danych FINRA za maj margin debt pomniejszony o gotówkę na rachunkach wzrósł do 332 mld USD (+44,7 mld YTD). Przypominamy, że w poprzednich cyklach koniec hossy/bessy zapowiadały dywergencje tego wskaźnika i indeksu (wzrost indeksu przy zmniejszającym się lewarze), co obecnie nie ma miejsca (dane publikowane z miesięcznym opóźnieniem).

Margin debt pomniejszony o gotówkę na tle S&P500



Źródło: Bloomberg

Na razie makro i wyceny to za mało

Makroekonomiści mBanku oczekują, że w II kwartale wzrost PKB wyniesie 4,8-5,0%. Biorąc pod uwagę dobre dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej za maj, ogólny scenariusz dla polskiej gospodarki na ten rok wydaje się niezagrożony (realny PKB +4,6%). Podtrzymujemy opinię, że w przypadku głównych sektorów z WIG20 można oczekiwać poprawy momentum wynikowego w kolejnych kwartałach, co dotychczas było czynnikiem negatywnie wpływającym na wyceny. Prognozowane P/E dla WIG20 na koniec 2019 to 10,0x – historycznie i w relacji do MSCI EM (10,6x) to niski poziom.

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

Sektory

Finanse

- Obecnie widzimy już 22% 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%. Fuzja nie jest przesądzona, ponieważ będzie musiała uzyskać nie tylko zgodę PZU oraz PFR, ale większości akcjonariuszy na WZA. Ponadto uważamy, że dywidenda w Banku Pekao i tak będzie musiała być obniżona w średnim terminie przez co nastawienie inwestorów do ewentualnej fuzji jest zbyt pesymistyczne. Zwracamy także uwagę, że obecna wycena Alior Banku przy ewentualnej transakcji oznaczałaby stratę dla grupy PZU przez co ewentualny parytet wymiany akcji powinien to uwzględnić.
- Widzimy także 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 szanse na sprzedaż akcji przez DB po obecnej cenie rynkowej są niskie. Zakończenie transakcji i w efekcie podaż akcji uzależniona jest od zgody KNF. 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 KOM 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), Komercni Banka (kupuj), PZU (kupuj), Bank Millennium (redukuj).

Chemia

- Indeksy MSCI Chemicals dla Europy praktycznie nie zmieniły swojej wartości w czerwcu i maju i są notowane blisko swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Na konferencji Chemical Event mBanku zagraniczne spółki zwracały uwagę na utrzymujący się wysoki popyt na produkty, ale ze względu na wysoką bazę wyników trudno jest przy rosnących kosztach surowców realizować zdecydowanie wyższe marże.
- Pozostajemy ostrożni odnośnie inwestycji w akcje Grupy Azoty z uwagi na oczekiwany dalszy spadek wyników w 2Q'18 oraz 3Q'18 oraz perspektywę ujemnych FCF.
- Najbardziej atrakcyjny jest Ciech (wysoki DYield'18, atrakcyjna wycena).
- **Kluczowe rekomendacje**: Ciech (kupuj).

Paliwa

- Na ostatnim szczycie OPEC i krajów stowarzyszonych podjęto decyzję o zwiększeniu kwot produkcyjnych o 1 mln boe/d, co ma pozwolić na zbilansowanie rynku w kontekście ubytków wydobycia w Wenezueli i przywróconych sankcji na Iran. Wszystko wskazuje jednak na to, że realny potencjał zwiększenia podaży jest mniejszy niż zakładano i rynek pozostanie w deficycie w kolejnych kwartałach. Nastroje zostały dodatkowo podgrzane przez dane o spadkach zapasów i już widać wzrost napięcia na rynku surowca (backwardation na miesięcznych kontraktach, odwrócenie trendu na pozycjach spekulacyjnych na Brent). Na horyzoncie brakuje teraz katalizatorów, które mogłyby doprowadzić do większej przeceny surowca.
- W takim otoczeniu pod presją pozostają marże rafineryjne (ostatnie odczyty oscylują wokół 3 USD/Bbl), a po chwilowym odbiciu znów zaczynają spadać też benchmarki rentowności w sektorze petrochemicznym. Powoli zmniejsza się też wsparcie w postaci dyferencjału Ural/Brent (perspektywa spadku podaży ciężkiej ropy z Iranu i wzrost aktywności rafinerii europejskich). Zauważalny jest też wzrost podaży paliw z rafinerii chińskich.
- Ceny gazu zarówno na europejskim jak i polskim rynku w ostatnich tygodniach wróciły do wzrostów po chwilowej korekcie. Oczekujemy, że bardzo wysokie dynamiki r/r pozwolą na znaczną poprawę wyników w segmentach wydobywczych w 2Q i 3Q.
- W takim otoczeniu makro (w ostatnim raporcie podnieśliśmy prognozy cen ropy i gazu) 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, ugoda Gazpromu z KE, akwizycje na norweskim szelfie, brak zaangażowania w projekt atomowy). W ramach zintegrowanych rafinerii preferujemy akcje MOL-a.
- **Kluczowe rekomendacje**: MOL (akumuluj), PGNiG (kupuj), PKN Orlen (redukuj).

Energetyka

- Notowania CO^2 zamknęły czerwiec na poziomie 15 EUR/t (14,9 EUR/t na koniec maja), ale wsparciem dla cen energii na rynku niemieckim (aktualnie ponad 43 EUR/MWh) okazał się węgiel, który w kontrakcie rocznym powrócił powyżej 90 USD/t. Nadal beneficjentami wzrostu cen prądu w Europie są czyste elektrownie i te zintegrowane pionowo, gdyż clean dark spread pozostaje ujemny, choć ten parametr wyraźnie się poprawił na przestrzeni ostatnich tygodni.
- Sektorowy indeks MSCI Utilities Europe w kontekście tych pozytywnych trendów zachowywał się lepiej od szerokiego rynku, szczególnie że nastroje generalnie nie były zbyt dobre. WIG Energia kolejny raz był pod tym względem wyraźnie słabszy, nie tylko na tle branży europejskie, ale również indeksu WIG, mimo dobrego początku miesiąca.
- Na polskim rynku energii ceny zachowywały się słabiej od benchmarku niemieckiego, częściowo zapewne z uwagi na „słowną" interwencję Prezesa URE, który sugerował manipulację na rynku. Niemniej jednak aktualnie notowania wróciły już w okolice 210 PLN/MWh. Nadal uważamy, że perspektywy rentowności wytwarzania w 2019 prezentują się lepiej niż zakłada to konsensus prognoz. Nie można też lekceważyć wyższych marż w obszarze OZE.
- Polski sektor jest nadal na minimach z wyceną 3,7x EV/EBITDA'18. Biorąc pod uwagę ostatnie trendy makro, zbliżające się rozstrzygnięcia aukcji mocowych i perspektywę znacznej poprawy FCF rekomendujemy kupowanie akcji Enei, Energi, PGE i Tauronu. W przypadku CEZ utrzymujemy rekomendację do sprzedaj (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

- Dążenie operatorów telekomunikacyjnych do konwergencji fixed + mobile jest widoczne zarówno na rynku polskim, jak i zagranicznym. W maju'18 Liberty Global sprzedał Vodafone operatorów kablowych działających w Niemczech, Czechach, Rumunii i na Węgrzech. Transakcja miała wartość 18,4 mld EUR. Mnożnik w transakcji wyniósł 10,9x EBITDA'19 (licząc bez synergii), 8,6x (z efektem 5 letnich synergii). Warto zwrócić uwagę, że Vodafone nabył aktywa tylko w krajach, gdzie mógł stworzyć telekomy konwergentny fixed + mobile bazując na posiadanych już aktywach.
- Na rynku polskim, po zakupie 33%-ego pakietu Netii, Cyfrowy Polsat zwiększył stan posiadania do 66% udziałów w maju'18. Główne powody transakcji to pozyskanie infrastruktury. Dodatkowymi argumentami jest potencjał do sprzedaży usług B2C oraz nowy rynek (Cyfrowy działał głównie na terenach nisko zurbanizowanych, Netia – w największych miastach).
- Z kolei T-Mobile w poł. grudnia rozpoczął negocjację z Orange Polska w zakresie hurtowego dostępu szerokopasmowego (BSA) na obszarach nieregulowanych na sieci FTTH.
- Kluczowym pytaniem jest co dalej z UPC Polska? Prawdopodobne są trzy scenariusze: (1) przejęcie przez T-Mobile, (2) przejęcie Play przez UPC i (3) przejęcie UPC przez Play. Najbardziej prawdopodobnym dla nas scenariuszem jest obecnie przejęcie przez T-Mobile. Zwracamy także, że UPC sprzedał pod koniec grudnia austriacką część do grupy Deutsche Telekom (EV/ EBITDA w transakcji = 6,8x), co szef grupy Deutsche Telekom skomentował jako ważny krok w stronę realizacji w pełni konwergentnego telekomu w zasięgu posiadanych sieci europejskich.
- Według prognozy agencji mediowej Zenith, wartość polskiego rynku reklamowego wzrośnie w tym roku o 4,8% i wyniesie na koniec roku 7,410 mld PLN netto. Globalne wydatki reklamowe wzrosną w tym roku o 4,5%. W grudniu'17 Zenith prognozował wzrost o 1,9% R/R, w marcu'18 prognozę podwyższono do 2,3%. Obecny wzrost jest dość duży. W komentarzu, Zenith tłumaczy podwyższenie prognoz dobrymi danymi makro. Rewizja prognoz jest najbardziej zauważalna w przypadku segmentu telewizyjnego": +5,6% vs. +1,4% w marcu'18. Prognozowany wzrost wynika wprost z inflacji cen czasu antenowego. Wysoki popyt sprawia, że stacje telewizyjne wyprzedają w całości swoje bloki reklamowe. Na niezmienionym poziomie pozostaje prognoza wzrostu rynku reklamy online – w tym roku wydatki na reklamę w Internecie wzrosną o 8,1%.
- W czerwcu'18 WIG INFO spadł o 5,2% (vs. -3,1% WIG). Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 14,6x (zgodnie z historyczną średnią z 3 lat, tym samym poziom premii spadł o blisko 11% w ciągu 3 miesięcy). W czerwcu'18 spadki kursu zanotowało 5 z 7 pokrywanych przez nas spółek IT. Największe obniżki kursu wystąpiły w przypadku spółek: Ailleron (-13,0%) oraz Asseco Poland (-6,5%).
- Wśród spółek IT o mniejszej kapitalizacji naszym faworytami są ASEE, Atende. Neutralne nastawienie mamy do Ailleronu i Asseco BS oraz do Wasko.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: Orange Polska (kupuj), Play (redukuj), Wirtualna Polska (akumuluj), Agora (kupuj), Atende (przeważaj), Asseco SEE (przeważaj).

Przemysł i metale

- W czerwcu indeksy MSCI Industrials dla Europy i dla świata nie zmieniły się, ale obniżone zostały oczekiwania analityków odnośnie wyników spółek w Europie, co spowodowało, że obecnie europejski indeks jest notowany z premią do swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA.
- Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na kilka pozytywnych czynników, których beneficjentami jest obecnie polski przemysł. W dwóch ostatnich miesiącach wyraźnie wzrósł wskaźnik PPI dla polskiego przemysłu, co wynika naszym zdaniem z osłabienia PLN do EUR i USD (wyższe ceny sprzedaży dla eksporterów). Spółki przemysłowe w 2Q'18 skorzystają z niskiej ubiegłorocznej bazy rezultatów. Warto przypomnieć, że w 2Q'17 aż 56% spółek pogorszyło r/r rezultaty i praktycznie żadna nie zaskoczyła pozytywnie względem prognoz (pierwszy okres osłabienia wyników).
- Oczekujemy, że w 2Q'18 dodatnią dynamikę rezultatów pokażą Amica (Zarząd bardziej pewny rezultatów w 2Q'18 po wynikach 1Q'18), Alumetal (wysokie marże na głównych produktach w IV i V), Famur (wzrost cenników + wyższy realizowany backclog), Cognor (sprzyjające spready na głównych wyrobach stalowych) oraz Tarczyński (wzrost wyników po udanej restrukturyzacji i optymalizacji portfela produktów).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: Amica (przeważaj), Famur (kupuj), Pfleiderer Group (przeważaj), Pozbud (przeważaj), Stelmet (kupuj).

Wydobycie

- Rynek na początku 2018 roku oczekiwał, że proporcjonalnie duża ilość kopalni w Chile i Peru może doświadczyć okresowych strajków w efekcie koniecznych do przeprowadzenia negocjacji płacowych. Obecnie jak na razie większości z koncernów bez większych przeszkód udaje się negocjować warunki nowych porozumień (przykłady Antofagasty i Codelco). Szansę na problemy w wydobyciu niesie drugi rok z rzędu Escondida, gdzie zarządca kopalni zdecydował się na wcześniejsze przedterminowe negocjacje płacowe, które jednak zakończyły się fiaskiem. W lipcu 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 2 miesięcy). 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. Warto również zwrócić uwagę na odbicie premii hutniczej na rynku (premia producencka).
- 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. Dodatkowo od miesiąca spadają zapasy koksu w chińskich portach – 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).
- Osłabienie PLN do USD pozytywnie przekłada się na KGHM i JSW. O ile jesteśmy pozytywni na obie spółki, to naszym zdaniem obecnie większe pole do pozytywnych zaskoczeń ma JSW (rosnące globalne wykorzystanie mocy w hutach, spadające zapasy stali w Chinach, spadające zapasy koksu w chińskich portach, brak ryzyka strajku po porozumieniu płacowym ze związkami). W krótkim terminie ryzykiem dla KGHM jest wysoka liczba otwartych pozycji przez inwestorów spekulacyjnych na miedzi. Jeżeli strajk w Escondida nie doszedłby do skutku, to zamykanie pozycji spowodowałoby spadki cen metalu.
- **Kluczowe rekomendacje**: KGHM (kupuj), JSW (kupuj).

Budownictwo

- Szacujemy, że w 1H'18 nastąpiło otwarcie ofert w 17 znaczących przetargach o łącznej wartości 6,4 mld PLN (ceny netto oferenta). Wartość złożonych ofert przekraczała budżet inwestora o 49%. Przekroczenie budżetu o przynajmniej 20% miało miejsce w 77% przetargów (wartościowo), co znacznie zwiększa ryzyko unieważnienia postępowań (dwa przetargi za 1,9 mld PLN zostały już unieważnione). Jedynie w 1 z powyższych 16 przetargów miał miejsce wybór oferty (za 35 mln PLN). Różnica między 1. a 2. ofertą wyniosła średnio 4% vs. 8% w 2017.
- Skuteczność TRK, TOR, ZUE i BDX w tegorocznych przetargach kolejowych jest wysoka (wartościowo ponad 60%), niemniej większość postępowań powinna być unieważniona (przekroczenie budżetu). Portfele wciąż wypełniają kontrakty pozyskiwane w okresie silnej konkurencji.
- W 1H'18 GDDKiA otworzyła oferty w 9 przetargach o wartości 3,3 mld PLN (ceny netto oferentów). Wartość najkorzystniejszych ofert była o ok. 5% niższa od budżetu inwestora (25% w ubiegłym roku). Skuteczność BDX w tegorocznych otwarciach ofert jest zerowa.
- Spodziewamy się wyższej rentowności UNI pozyskiwanych obecnie kontraktach. W 2Q'18 w segmencie mieszkaniowym spółka podpisała 5 umów o wartości 316 mln PLN (ok. 4600 PLN/PUM vs. 3500 PLN/PUM w 2017). Spółka pozostaje naszym top pickiem w sektorze.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: Unibep (kupuj), Trakcja (niedoważaj).

Deweloperzy

- W raporcie z 22.VI podtrzymaliśmy pozytywne nastawienie do sektora. Preferujemy spółki charakteryzujące się wysoką efektywnością: ARH, 1AT, DOM, LCC, LKD, notowane na P/B'18=1,1x, P/E'18-20=6,4x oraz DYield'19-20=11,3%. Powinny one dobrze radzić sobie w okresie spowolnienia i brać udział w konsolidacji rynku, która może nastąpić po nowelizacji ustawy deweloperskiej (likwidacja otwartych rachunków powierniczych).
- LC Corp pozostaje najbardziej preferowaną spółką z uwagi na: (1) 20% dyskonto na P/E'18-20=5,4x, (2) 45% dyskonto na P/B'18=0,69x, (3) notowania z prawem do dywidendy za '17 (DPS=0,24%, DYield=10,2%), (4) możliwą dywidendę nadzwyczajną po sprzedaży części nieruchomości komercyjnych, których NAVPS wynosi ok. 2,40 PLN.
- Nie widzimy uzasadnienia gwałtownego spadku kursu Atalu (-13% m/m). Wycena na poziomie P/E'17-20 = 7,0x oraz DYield'19=13,8% jest według nas okazją do kupna.
- Wzrost kursu Polnordu (+19% m/m) postrzegamy jako okazję do sprzedaży. W raporcie z 22.VI istotnie obniżyliśmy prognozy na lata 2018-20.
- W latach '11-14 zaliczki finansowały zaledwie 13-15% zapasów vs. 32% na koniec '17. Planowana likwidacja otwartych rachunków powierniczych odetnie sektor od powyższego źródła finansowania i zwiększy zadłużenie sektora. Uważamy, że preferowane przez nas spółki skorzystają na konsolidacji rynku, a wyższy koszt finansowania skompensują wzrostem cen mieszkań po prawdopodobnym załamaniu podaży. Obecnie nie zakładamy redukcji dywidend w sektorze, niemniej jest to istotny czynnik ryzyka.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: LC Corp (kupuj), Echo Investment (kupuj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj), Polnord (niedoważaj).

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 wyniósłby 1,1% sprzedaży AmRest). Ograniczenie handlu powinno mieć niski wpływ na sprzedaż spółek z handlu spożywczego, gdzie niedziela stanowi niski udział w tygodniowej sprzedaży, a popyt powinien się szybko dostosować. Niedziela w sektorze spożywczym jest dniem, który w wielu przypadkach nie generuje zysku.
- Pomimo aprecjacji USDPLN r/r w ostatnich tygodniach, oczekujemy pozytywnego wpływu kosztu zakupu na rentowność sprzedaży kolekcji jesień-zima'18.
- 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 i wyniosła 17,7% r/r w 2Q'18. Szacujemy, że pomimo niskiej dynamiki sprzedaży r/r, spółka poprawiła rentowność sprzedaży oraz ograniczyła tempo wzrostu kosztów SG&A r/r, co powinno mieć pozytywny wpływ na wyniki w 2Q'18. Efekt wysokiej bazy w sprzedaży powinien negatywnie wpływać na rezultaty spółki w okresie lipiec-wrzesień'18.
- AmRest pozostaje aktywny na rynku M&A. Niemniej oczekujemy spowolnienia dynamiki EBITDA r/r poniżej 20% w 2-3Q'18 ze względu na konieczność ponoszenia dodatkowych kosztów związanych z konsolidacją przejętych biznesów.
- LPP kontynuuje poprawę sprzedaży porównywalnej r/r w 2Q'18, co w połączeniu wysokim wzrostem marży brutto na sprzedaży (+3,5p.p. r/r; efekt niskich zakupu oraz wysokiej sprzedaży towarów w pierwszych cenach) oraz dyscypliną kosztową, przełożyło się na 49,3%% r/r wzrostu EBIT w 2Q'18 (+140% r/r wzrostu w 2Q'17).

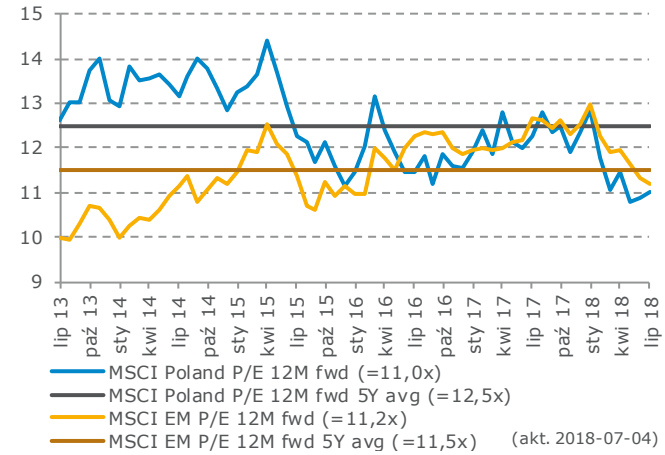
- Uważamy, że z mniejszych spółek potencjał do wzrostu mają MON (beneficjent osłabienia się USDPLN r/r), BTM (powrót do skutecznej strategii cenowej, dobre miesięczne wyniki sprzedażowe oraz korzyści związane z FX), VST (kontynuacja poprawy rezultatów r/r oraz potencjalna zgoda Prezesa UOKiK na fuzję ze spółką BTM) oraz TXM (oczekujemy odbudowy efektywności sprzedaży przy utrzymaniu relatywnie stabilnych kosztów SG&A).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: CCC (kupuj), Eurocash (kupuj), Jeronimo Martins (kupuj), LPP (akumuluj), TXM (kupuj), Bytom (przeważaj), Monnari (przeważaj), Vistula (przeważaj).

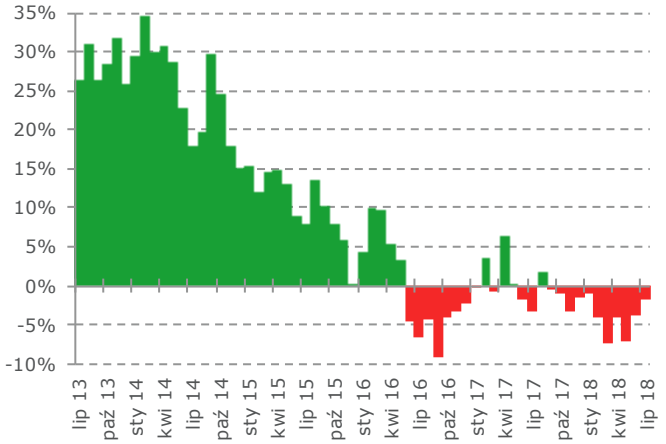
Zmiana prognozowanego zysku netto na 2018 rok dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG30

cze 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
lip 17	+0%	+0%	+0%	+0%	+3%	+0%	+0%	+2%	+0%	+0%	-1%	-2%	+1%	+0%	-4%	+0%
sie 17	+5%	+1%	+1%	+2%	+4%	+5%	+6%	+4%	+2%	-5%	+56%	+1%	+1%	-6%	+1%	-11%
wrz 17	+7%	+1%	+2%	+2%	+6%	+9%	+7%	-3%	+3%	-7%	+53%	+1%	-0%	+12%	+7%	-10%
paź 17	+6%	-0%	+2%	+2%	+6%	+9%	+10%	-3%	+4%	-7%	+44%	+1%	+20%	+12%	+8%	-10%
lis 17	+6%	-5%	+2%	-0%	+5%	+6%	+10%	-5%	+7%	-15%	+39%	+1%	+24%	+11%	+10%	-33%
gru 17	+4%	-3%	+3%	-0%	+5%	+6%	+7%	-5%	+5%	-3%	+39%	+8%	+12%	+3%	+4%	-25%
sty 18	+5%	+7%	+3%	-2%	+6%	+7%	+6%	-10%	+7%	-11%	+38%	+64%	+0%	-8%	+6%	+88%
lut 18	+6%	+5%	+2%	-2%	+6%	+9%	+8%	-15%	+5%	-15%	+39%	+64%	-5%	-8%	+20%	+88%
mar 18	+6%	+2%	+2%	-2%	+8%	+8%	+6%	-11%	+3%	-24%	+38%	+67%	-5%	-8%	+17%	+51%
kwi 18	+5%	+2%	+2%	-2%	+5%	+8%	+7%	-11%	+1%	-24%	+43%	+67%	-5%	-8%	+14%	+52%
maj 18	+4%	+3%	+1%	-2%	+6%	+8%	+7%	-9%	+0%	-24%	+41%	+67%	-13%	-35%	+10%	+55%
cze 18	+4%	+4%	+1%	-2%	+6%	+19%	+6%	-9%	-1%	-23%	+37%	+50%	-13%	-35%	+10%	+52%

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

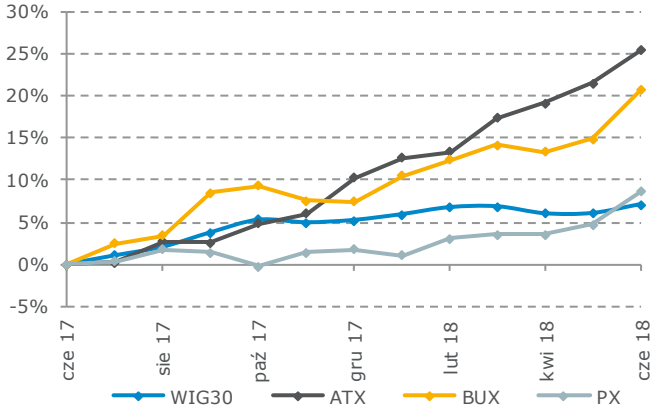
P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets oraz premia/dyskonto wskaźnika dla Polski wobec krajów EM





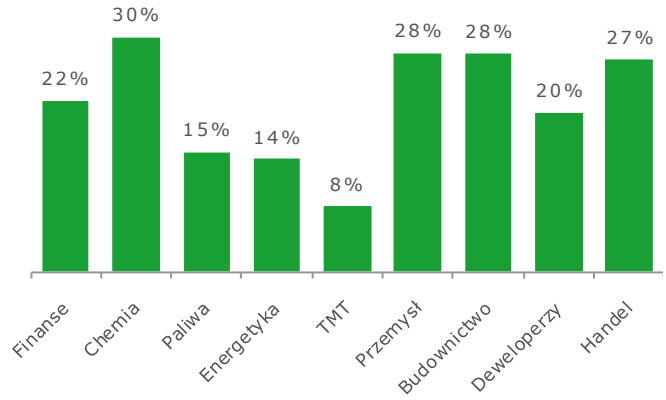
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



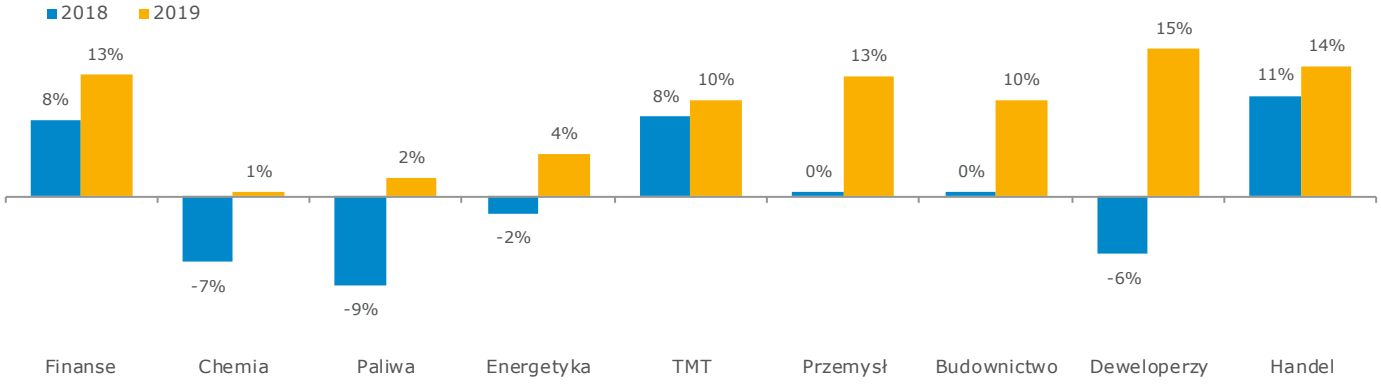
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Potencjał zmiany cen dla sektorów



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

Dynamika zmian wyniku EBITDA prognozowanego przez Dom Maklerski mBanku w latach 2018-19



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

Odchylenie prognoz Domu Maklerskiego mBanku od konsensusu

Spółka	Rekomendacja mDM	TP mDM[1]	Rekomendacje[2] ▲	►	▼	TP kons.[3]	Różnica TP mDM/kons.	Zysk netto mDM/kons. 2018	2019	2020	EBITDA mDM/kons. 2018	2019	2020	Liczba prognoz[4]
Finanse														
Alior Bank	kupuj	109,00	14	3	0	92,58	+17,7%	+17%	+13%	-				9/-
BZ WBK	kupuj	430,00	10	7	0	421,39	+2,0%	+6%	+11%	+12%				10/-
Getin Noble Bank	trzymaj	1,40	1	4	5	1,18	+18,2%	+261%	-8%	-16%				8/-
Handlowy	kupuj	94,00	5	6	0	83,06	+13,2%	-2%	+9%	-				7/-
ING BSK	kupuj	212,00	5	4	5	204,61	+3,6%	-2%	-3%	+1%				7/-
Millennium	redukuj	7,00	3	5	6	8,59	-18,5%	-5%	-8%	-				6/-
Pekao	kupuj	157,00	16	5	0	142,71	+10,0%	-2%	+2%	-				14/-
PKO BP	trzymaj	38,00	3	15	3	40,05	-5,1%	-6%	+2%	-				15/-
Komercni Banka	kupuj	1 111,0	12	5	0	1 044,7	+6,3%	+11%	+25%	-				14/-
Erste Bank	akumuluj	40,00	17	7	1	42,62	-6,1%	+1%	+0%	-				16/-
OTP Bank	kupuj	12 090	13	1	2	11 934	+1,3%	-3%	+0%	-				12/-
PZU	kupuj	50,58	9	2	0	47,76	+5,9%	+9%	+3%	-				6/-
Kruk	kupuj	300,94	5	1	2	257,00	+17,1%	+3%	+7%	+5%				7/-
Prime Car Management	kupuj	15,54	1	1	0	24,27	-36,0%	-33%	-31%	-25%				2/-
Chemia														
Ciech	kupuj	81,14	6	3	1	72,99	+11,2%	+26%	+27%	+28%	+13%	+8%	+6%	6/6
Grupa Azoty	trzymaj	44,40	4	3	5	53,00	-16,2%	-24%	-32%	-33%	-7%	-10%	-11%	4/4
Paliwa														
Lotos	trzymaj	52,51	7	6	1	65,91	-20,3%	-31%	-29%	-38%	+1%	-6%	-4%	9/9
MOL	akumuluj	2 995,0	9	3	0	3 248,4	-7,8%	-13%	-21%	-26%	-5%	-6%	-7%	8/8
PGNiG	kupuj	8,28	5	4	1	6,87	+20,5%	+17%	+29%	+28%	+7%	+21%	+24%	6/5
PKN Orlen	redukuj	76,84	3	9	8	95,79	-19,8%	-22%	-37%	-36%	-11%	-23%	-20%	14/13
Energetyka														
CEZ	sprzedaj	440,96	4	7	7	531,85	-17,1%	+6%	+10%	+3%	-0%	-2%	-1%	8/11
Enea	kupuj	12,62	7	2	1	11,61	+8,7%	+0%	+4%	-15%	+2%	+3%	-5%	5/4
Energa	kupuj	15,58	5	4	1	12,61	+23,6%	-1%	+1%	-1%	+2%	+2%	+3%	5/4
PGE	kupuj	13,60	6	4	3	11,95	+13,8%	+8%	+10%	+4%	+2%	+4%	+0%	8/7
Tauron	kupuj	2,76	5	5	2	2,68	+3,1%	+26%	-2%	-1%	+6%	+1%	+1%	7/6
TMT														
Netia	redukuj	4,30	1	5	2	5,09	-15,6%	-6%	-21%	-37%	+0%	+1%	-4%	5/5
Orange Polska	kupuj	7,60	8	4	4	6,01	+26,4%	+483%	+168%	+108%	+6%	+7%	+8%	10/12
Play	redukuj	23,50	8	4	2	33,58	-30,0%	-7%	-20%	-20%	-9%	-10%	-10%	12/11
Agora	kupuj	18,40	2	3	0	15,63	+17,7%	+111%	+29%	+31%	+3%	+1%	+1%	4/3
Cyfrowy Polsat	akumuluj	24,90	8	5	0	28,05	-11,2%	-9%	-2%	+1%	-1%	+0%	-0%	10/9
Wirtualna Polska	akumuluj	60,00	5	2	0	56,28	+6,6%	+1%	-1%	+4%	+2%	+4%	+5%	2/2
Asseco Poland	trzymaj	41,20	2	6	0	53,17	-22,5%	-28%	-28%	-25%	-7%	-4%	-1%	4/5
Asseco BS	równoważ	-	0	2	0	28,90	-	+2%	+6%	+7%	+0%	+0%	-0%	2/1
Asseco SEE	przeważaj	-	2	0	0	17,30	-	+1%	-1%	+0%	-1%	-3%	-3%	3/4
Wasko	równoważ	-	1	1	0	-	-	+0%	+0%	-0%	+0%	+0%	-0%	1/1
CD Projekt	sprzedaj	90,80	5	3	2	119,42	-24,0%	+14%	+5%	-11%	-30%	-19%	-0%	3/2
Comarch	akumuluj	166,50	3	2	0	168,30	-1,1%	-24%	-13%	-3%	-15%	-11%	-7%	3/3
Przemysł														
Alumetal	równoważ	-	1	4	0	57,64	-	-3%	-12%	-	-4%	-10%	-	4/4
Amica	przeważaj	-	2	0	2	122,00	-	+16%	+29%	-	+9%	+16%	-	3/3
Apator	równoważ	-	1	2	1	23,50	-	-3%	-7%	-	-4%	-6%	-	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	56,96	-	-32%	-29%	-	-14%	-17%	-	5/4
Kernel	trzymaj	53,04	5	3	0	67,01	-20,8%	-7%	+17%	+17%	+0%	+8%	+7%	4/4
Grupa Kęty	trzymaj	371,08	5	4	2	363,32	+2,1%	+10%	+4%	+6%	+3%	-1%	-3%	6/7
Pfleiderer Group	przeważaj	-	7	0	1	44,74	-	-2%	+3%	-	-6%	-6%	-	6/6
JSW	kupuj	107,00	5	6	3	95,46	+12,1%	+12%	+16%	-2%	+8%	+8%	+2%	8/8
KGHM	kupuj	112,92	6	5	7	103,72	+8,9%	-9%	+11%	+10%	-3%	+11%	+1%	12/12
Budownictwo														
Budimex	trzymaj	163,00	1	3	6	171,13	-4,8%	+4%	+4%	+7%	+7%	+4%	+6%	5/5
Elektrobudowa	trzymaj	71,00	2	3	1	86,40	-17,8%	-30%	-25%	-1%	-19%	-12%	+4%	3/3
Erbud	kupuj	22,00	4	1	0	27,23	-19,2%	-22%	-4%	-0%	-8%	+2%	-0%	3/3
Unibep	kupuj	10,10	3	1	0	12,35	-18,2%	-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	-	2	2	3	5,62	-	-13%	-62%	-18%	+2%	-18%	-1%	3/3
Deweloperzy														
Atal	kupuj	42,86	3	2	0	46,03	-6,9%	+0%	+1%	+2%	-2%	-1%	+5%	5/3
Capital Park	kupuj	8,35	3	0	0	8,08	+3,4%	+13%	+28%	+5%	+8%	+16%	+2%	2/2
Dom Development	akumuluj	87,80	6	4	0	92,08	-4,6%	+4%	+6%	+8%	+6%	+3%	+11%	8/6
Echo	kupuj	5,63	3	4	0	5,62	+0,2%	+45%	+22%	+29%	+142%	+64%	+30%	3/3
GTC	trzymaj	9,60	8	3	1	10,58	-9,3%	+16%	+27%	+20%	+18%	+21%	+20%	6/5
LC Corp	kupuj	3,58	4	0	0	3,40	+5,2%	+5%	+4%	+7%	+6%	+3%	+8%	4/3
Polnord	niedoważaj	-	0	1	1	10,80	-	-92%	-	-40%	-77%	-93%	-28%	3/3
Ronson	równoważ	-	0	3	1	1,45	-	-8%	-11%	+26%	+0%	-0%	-0%	2/1
Handel														
AmRest	redukuj	426,00	8	3	2	467,34	-8,8%	-16%	-21%	-7%	-6%	-5%	-6%	8/6
CCC	kupuj	295,00	9	5	4	261,63	+12,8%	-16%	+8%	+16%	-11%	-1%	+4%	13/12
Dino	trzymaj	103,50	8	8	1	105,19	-1,6%	+5%	+8%	+6%	+2%	+3%	+3%	13/12
Eurocash	kupuj	30,70	9	10	3	28,17	+9,0%	-11%	-7%	+11%	+1%	-3%	-2%	16/15
Jeronimo Martins	kupuj	16,40	13	12	3	15,74	+4,2%	+7%	+3%	-0%	+6%	+6%	+4%	20/19
LPP	akumuluj	10 200	1	6	12	8 240,4	+23,8%	+15%	+21%	+26%	+11%	+14%	+18%	11/11
Bytom	przeważaj	-	2	2	0	3,00	-	+12%	+10%	+10%	+9%	+7%	+9%	2/2
Monnari	przeważaj	-	5	0	0	9,60	-	+17%	+15%	+20%	+13%	+10%	+15%	3/3
Vistula	przeważaj	-	2	2	1	4,85	-	+6%	-3%	-4%	+4%	-4%	-4%	4/4

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku; [1]cena docelowa mDM; [2]rekomendacje w konsensusie (pozytywne, neutralne, negatywne); [3]średnia cena docelowa konsensusu; [4]liczba 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						**+21,8%**	**12,2**	**9,8**		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	68,00	+60,3%	9,3	7,8		
BZ WBK	kupuj	2018-03-05	357,80	430,00	339,80	+26,5%	13,4	11,0		
Getin Noble Bank	trzymaj	2018-05-09	1,17	1,40	0,99	+41,4%	20,0	7,4		
Handlowy	kupuj	2018-04-06	77,50	94,00	70,00	+34,3%	14,5	11,9		
ING BSK	kupuj	2018-07-04	178,40	212,00	178,40	+18,8%	14,8	13,0		
Millennium	redukuj	2018-04-06	8,35	7,00	8,04	-12,9%	13,5	12,3		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	112,70	+39,3%	13,5	11,2		
PKO BP	trzymaj	2018-04-06	39,74	38,00	38,10	-0,3%	14,4	12,0		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	952,50	+16,6%	12,2	10,4		
Erste Bank	akumuluj	2018-06-06	34,78	40,00 EUR	34,59	+15,6%	10,6	9,8		
OTP Bank	kupuj	2018-06-06	10 210	12 090 HUF	10 230	+18,2%	10,4	9,5		
PZU	kupuj	2018-03-05	41,55	50,58	38,97	+29,8%	10,0	9,8		
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	191,10	+57,5%	10,1	8,6		
Prime Car Management	kupuj	2018-06-06	12,70	15,54	11,60	+34,0%	6,5	5,6		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-02-02	30,60	56,30	25,70	+119,1%	6,2	5,2		
Chemia						**+30,0%**	**7,1**	**7,3**	**5,4**	**5,8**
Ciech	kupuj	2018-07-04	53,05	81,14	53,05	+53,0%	7,1	7,3	4,7	4,8
Grupa Azoty	trzymaj	2018-05-25	42,60	44,40	42,60	+4,2%	14,2	14,6	5,4	5,8
Polwax	kupuj	2018-05-09	7,80	16,69	7,60	+119,6%	5,1	3,8	6,5	5,8
Paliwa						**+15,2%**	**9,6**	**9,9**	**5,0**	**4,9**
Lotos	trzymaj	2018-06-29	54,50	52,51	57,22	-8,2%	13,0	10,6	5,6	5,5
MOL	akumuluj	2018-06-29	2 654	2 995 HUF	2 750	+8,9%	9,1	9,2	4,3	4,3
PGNiG	kupuj	2018-06-29	5,53	8,28	5,91	+40,1%	8,1	6,9	4,0	3,4
PKN Orlen	redukuj	2018-06-29	82,50	76,84	83,98	-8,5%	10,0	12,3	6,0	6,9
Energetyka						**+13,7%**	**4,6**	**4,4**	**3,9**	**3,4**
CEZ	sprzedaj	2018-07-04	550,00	440,96 CZK	550,00	-19,8%	20,8	19,3	8,3	8,2
Enea	kupuj	2018-05-29	9,57	12,62	9,31	+35,6%	4,5	3,5	4,0	3,4
Energa	kupuj	2018-05-29	9,00	15,58	8,86	+75,8%	4,6	4,4	3,4	3,3
PGE	kupuj	2018-05-29	9,28	13,60	9,44	+44,1%	5,8	5,6	3,6	3,4
Tauron	kupuj	2018-05-29	2,01	2,76	2,25	+22,7%	3,0	3,7	3,9	4,4
Telekomunikacja, media, IT						**+8,4%**	**20,2**	**16,4**	**7,1**	**6,2**
Netia	redukuj	2018-06-06	5,00	4,30	4,96	-13,3%	45,1	54,5	5,8	6,1
Orange Polska	kupuj	2018-04-06	5,83	7,60	4,62	+64,5%	20,2	11,1	4,2	3,8
Play	redukuj	2018-07-03	24,88	23,50	24,60	-4,5%	8,0	8,2	6,1	5,9
Agora	kupuj	2018-04-06	14,50	18,40	12,70	+44,9%	24,1	26,2	4,3	4,5
Cyfrowy Polsat	akumuluj	2018-06-15	22,76	24,90	23,18	+7,4%	13,5	11,5	7,1	6,2
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-04-24	54,00	60,00	50,00	+20,0%	19,6	16,8	10,7	9,0
Asseco Poland	trzymaj	2018-06-06	44,00	41,20	41,54	-0,8%	14,1	14,8	8,5	8,0
CD Projekt	sprzedaj	2018-04-06	114,90	90,80	162,80	-44,2%	78,4	23,5	62,1	18,1
Comarch	akumuluj	2018-05-09	145,00	166,50	154,50	+7,8%	22,2	16,4	8,8	7,6
Przemysł, surowce						**+27,9%**	**10,5**	**6,3**	**7,0**	**4,6**
Famur	kupuj	2018-05-09	5,94	6,95	5,14	+35,2%	14,7	11,5	7,2	6,1
Grupa Kęty	trzymaj	2018-06-06	360,50	371,08	321,00	+15,6%	11,1	11,3	8,1	8,0
JSW	kupuj	2018-07-04	77,50	107,00	77,50	+38,1%	4,1	5,7	2,2	2,6
Kernel	trzymaj	2018-05-09	50,80	53,04	48,35	+9,7%	9,9	5,2	6,8	4,6
KGHM	kupuj	2018-06-06	96,52	112,92	90,44	+24,9%	7,4	5,8	4,4	3,3
Stelmet	kupuj	2018-07-04	10,70	20,24	10,70	+89,2%	14,5	6,7	7,6	4,7
Budownictwo						**+27,9%**	**9,4**	**9,0**	**4,1**	**3,6**
Budimex	trzymaj	2018-06-06	153,00	163,00	131,00	+24,4%	9,8	10,7	3,6	3,7
Elektrobudowa	trzymaj	2018-06-06	69,00	71,00	72,40	-1,9%	14,5	14,2	5,8	5,8
Erbud	kupuj	2018-06-06	14,90	22,00	14,80	+48,6%	9,0	7,3	4,0	3,5
Unibep	kupuj	2018-04-06	7,50	10,10	5,60	+80,4%	6,4	5,5	4,2	3,3
Deweloperzy						**+20,3%**	**7,7**	**8,0**	**7,4**	**7,3**
Atal	kupuj	2018-07-04	36,40	42,86	36,40	+17,7%	7,4	7,8	6,6	7,2
Capital Park	kupuj	2018-04-06	5,95	8,35	5,45	+53,2%	10,8	9,1	17,7	17,0
Dom Development	akumuluj	2018-06-22	85,80	87,80	75,80	+15,8%	7,9	8,3	6,4	7,0
Echo	kupuj	2018-04-06	5,23	5,63	4,26	+32,2%	5,8	5,4	6,9	7,1
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	9,27	+3,6%	10,9	9,4	15,1	14,2
LC Corp	kupuj	2018-06-22	2,39	3,58	2,55	+40,4%	6,1	5,6	8,0	7,5
Handel						**+27,3%**	**25,5**	**17,1**	**14,6**	**10,2**
AmRest	redukuj	2018-04-06	449,50	426,00	439,50	-3,1%	46,3	36,3	15,2	12,1
CCC	kupuj	2018-06-06	242,80	295,00	195,50	+50,9%	25,6	15,1	14,6	10,2
Dino	trzymaj	2018-06-06	107,40	103,50	104,00	-0,5%	31,9	23,9	19,8	15,3
Eurocash	kupuj	2018-04-06	24,41	30,70	21,15	+45,2%	22,2	17,1	7,2	6,1
Jeronimo Martins	kupuj	2018-06-06	13,52	16,40 EUR	11,96	+37,1%	16,2	15,1	7,1	6,4
LPP	akumuluj	2018-06-18	9 025	10 200	9 050	+12,7%	25,4	20,9	13,9	11,5
TXM	kupuj	2018-07-04	1,28	3,48	1,28	+171,9%	-	4,3	17,5	4,2
Inne						**+2,0%**	**11,0**	**10,0**	**7,3**	**6,7**
PBKM	trzymaj	2018-06-06	73,00	76,26	74,80	+2,0%	11,0	10,0	7,3	6,7

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						**15,3**	**10,2**	**5,8**	**5,4**
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	14,40	-11,1%	17,1	14,9	7,8	6,4
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	26,40	-5,7%	15,3	13,9	10,2	9,4
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	10,90	-6,8%	10,0	9,5	4,4	4,0
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	3,98	-6,4%	9,3	8,4	5,7	5,4
Wasko	równoważ	2018-05-30	1,68	1,84	+9,5%	15,5	10,2	5,8	4,9
Spółki przemysłowe						**8,9**	**10,6**	**6,2**	**6,0**
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	47,20	+0,4%	9,3	10,2	7,8	7,8
Amica	przeważaj	2018-06-06	121,00	111,80	-7,6%	7,8	6,4	5,2	4,3
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	23,00	-4,2%	12,6	13,1	7,3	7,5
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	6,75	-31,5%	8,5	8,2	6,1	5,7
Elemental	równoważ	2018-04-27	1,09	0,97	-11,0%	3,9	3,4	4,2	3,7
Ergis	równoważ	2018-04-27	4,06	3,73	-8,1%	8,3	7,9	6,1	5,6
Forte	równoważ	2018-04-27	50,70	45,20	-10,8%	19,3	12,3	12,9	10,0
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	67,40	+6,1%	18,4	18,8	10,9	10,8
Mangata	równoważ	2018-06-22	90,00	96,00	+6,7%	13,1	12,9	8,1	7,8
Pfleiderer Group	przeważaj	2018-04-27	37,30	37,00	-0,8%	17,1	15,3	6,2	5,8
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,68	+23,5%	6,7	3,8	5,9	2,6
Tarczyński	równoważ	2018-05-30	14,50	14,70	+1,4%	7,9	10,9	5,6	6,2
Budownictwo						**19,3**	**8,9**	**5,7**	**4,7**
Elektrotim	równoważ	2018-05-28	5,80	6,70	+15,5%	40,6	17,1	7,6	6,6
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,23	-12,0%	10,1	7,1	5,3	4,4
Torpol	równoważ	2018-05-28	6,40	4,80	-25,0%	22,5	7,0	6,1	3,6
Trakcja	niedoważaj	2018-05-18	3,65	2,69	-26,3%	21,1	19,3	5,1	5,0
Ulma	równoważ	2018-05-28	73,00	70,00	-4,1%	8,7	8,4	3,5	3,3
ZUE	równoważ	2018-05-28	5,86	5,46	-6,8%	17,5	9,4	7,1	5,7
Deweloperzy						**7,1**	**6,0**	**9,6**	**5,7**
Archicom	przeważaj	2018-06-22	15,00	15,15	+1,0%	7,1	4,9	6,6	5,2
BBI Development	równoważ	2018-04-26	0,66	0,54	-18,2%	12,5	6,0	13,3	5,7
i2 Development	równoważ	2018-06-22	15,40	16,20	+5,2%	4,9	5,6	8,1	6,9
JWC	równoważ	2018-06-22	3,48	3,49	+0,3%	9,5	3,8	9,6	4,3
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-06-22	18,80	17,90	-4,8%	6,0	6,9	4,5	5,3
PA Nova	równoważ	2018-03-29	22,30	19,50	-12,6%	6,4	7,4	10,1	11,3
Polnord	niedoważaj	2018-06-22	9,04	8,91	-1,4%	-	-	-	-
Ronson	równoważ	2018-06-22	1,09	1,05	-3,7%	11,3	7,5	12,3	10,8
Handel						**12,0**	**10,3**	**7,8**	**6,8**
Bytom	przeważaj	2018-05-23	2,92	2,69	-7,9%	12,0	11,0	7,8	6,8
Monnari	przeważaj	2018-05-23	7,19	6,60	-8,2%	8,6	8,1	3,8	3,3
Vistula	przeważaj	2018-05-23	4,79	4,42	-7,7%	12,6	10,3	8,6	7,0

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
Amica	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-06-06
Archicom	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-06-22
Asseco Poland	trzymaj	redukuj	41,20	PLN	2018-06-06
Atal	akumuluj	akumuluj	42,86	PLN	2018-06-22
Budimex	trzymaj	akumuluj	163,00	PLN	2018-06-06
CCC	kupuj	akumuluj	295,00	PLN	2018-06-06
Ciech	kupuj	kupuj	88,64	PLN	2018-06-06
Cyfrowy Polsat	akumuluj	trzymaj	24,90	PLN	2018-06-15
Dino	trzymaj	akumuluj	103,50	PLN	2018-06-06
Dom Development	akumuluj	kupuj	87,80	PLN	2018-06-22
Elektrobudowa	trzymaj	kupuj	71,00	PLN	2018-06-06
Erbud	kupuj	akumuluj	22,00	PLN	2018-06-06
Erste Bank	akumuluj	trzymaj	40,00	EUR	2018-06-06
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	371,08	PLN	2018-06-06
i2 Development	równoważ	równoważ	-	-	2018-06-22
Jeronimo Martins	kupuj	akumuluj	16,40	EUR	2018-06-06
JSW	kupuj	kupuj	115,23	PLN	2018-06-06
JWC	równoważ	niedoważaj	-	-	2018-06-22
KGHM	kupuj	kupuj	112,92	PLN	2018-06-06
LC Corp	kupuj	kupuj	3,58	PLN	2018-06-22
Lokum Deweloper	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-06-22
Lotos	trzymaj	trzymaj	52,51	PLN	2018-06-29
LPP	akumuluj	trzymaj	10200,00	PLN	2018-06-18
Mangata	równoważ	niedoważaj	-	-	2018-06-22
MOL	akumuluj	trzymaj	2995,00	HUF	2018-06-29
Netia	redukuj	sprzedaj	4,30	PLN	2018-06-06
OTP Bank	kupuj	akumuluj	12090,00	HUF	2018-06-06
PBKM	trzymaj	trzymaj	76,26	PLN	2018-06-06
PGNiG	kupuj	kupuj	8,28	PLN	2018-06-29
PKN Orlen	redukuj	redukuj	76,84	PLN	2018-06-29
Play	redukuj	trzymaj	23,50	PLN	2018-07-03
Polnord	niedoważaj	równoważ	-	-	2018-06-22
Prime Car Management	kupuj	kupuj	15,54	PLN	2018-06-06
Ronson	równoważ	równoważ	-	-	2018-06-22

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
Atal	kupuj	akumuluj	42,86	PLN	2018-07-04
CEZ	sprzedaj	sprzedaj	440,96	CZK	2018-07-04
Ciech	kupuj	kupuj	81,14	PLN	2018-07-04
ING BSK	kupuj	akumuluj	212,00	PLN	2018-07-04
JSW	kupuj	kupuj	107,00	PLN	2018-07-04
Stelmet	kupuj	kupuj	20,24	PLN	2018-07-04
TXM	kupuj	kupuj	3,48	PLN	2018-07-04

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	2	2,1%	1	2,1%
redukuj	5	5,3%	3	6,4%
niedoważaj	2	2,1%	1	2,1%
trzymaj	12	12,8%	4	8,5%
równoważ	22	23,4%	8	17,0%
akumuluj	7	7,4%	2	4,3%
kupuj	34	36,2%	28	59,6%
przeważaj	10	10,6%	0	0,0%

Kalendarium wydarzeń

Data		Wydarzenie
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 2Q'18**
26 lip	**Millennium**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
31 lip	**Erste Bank**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
31 lip	**GPW**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
31 lip	**mBank**	**Publikacja wyników za 2Q'18**

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

Produkcja sprzedana przemysłu zaskoczyła w maju na plus, rosnąc o 5,4% r/r (konsensus 3,6%; nasza prognoza 2,3% r/r). Niespodziewanie wysoka dynamika wydarzyła się pomimo całego katalogu czynników niesprzyjających produkcji w maju: od liczby dni roboczych (spadek z +1 do -1 r/r), poprzez ich układ (3 dni wolnego wystarczyły do 9-dniowego weekendu), a skończywszy na delikatnie wysokiej bazie statystycznej (ok. 1 pkt. proc.). Silne momentum w przetwórstwie (+1,6% m/m po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych) wystarczyło, aby większość z nich przezwyciężyć. Odbicie w przetwórstwie – na tyle, na ile jesteśmy w stanie to ocenić na podstawie towarzyszącego danym komentarza – nie jest związane z jednym sektorem i opiera się na szerokim spektrum branż. Jakkolwiek nastroje przedsiębiorstw przemysłowych (mierzone PMI, w kraju i zagranicą) pozostają dość minorowe, możliwe jest, że dobry wynik produkcji przemysłowej w maju jest związany z odblokowaniem europejskich kanałów dystrybucji i wzrostem produkcji kierowanej na eksport – na potwierdzenie takiej hipotezy należy jednak poczekać kilka tygodni. Być może też, wysoka sprzedaż w maju to efekt nagromadzenia zapasów w I kwartale – to tłumaczyłoby brak wpływu dni roboczych. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w maju o solidne 20,8% w ujęciu rocznym, nieco mocniej niż wskazywał konsensus rynkowy, ale słabiej niż nasza optymistyczna prognoza. Sporą część wzrostu należy przypisać efektowi niskiej bazy z zeszłego roku, to jednak nie oddaje w pełni sytuacji w budownictwie. Po kilku miesiącach spadków, odsezonowany wzrost w ujęciu miesięcznym wyniósł 2,6%, czyli blisko solidnych odczytów rzędu 3-4% z zeszłego roku. Na szczegóły będziemy musieli poczekać na dane kwartalne (publikacja w lipcu), możemy jednak spekulować, że wiąże się to z inwestycjami samorządów przed zbliżającymi się wyborami (cykl wyborczy wskazuje jednak na szczyt właśnie w drugim-trzecim kwartale). W kolejnym miesiącu znika efekt bazy, więc kolejny pozytywny wynik oznaczać będzie potwierdzenie odbicia w tej kategorii. Duża pozytywna niespodzianka w danych o produkcji przemysłowej oraz solidny wynik budownictwa stanowią przyczynek do podwyższenia prognoz PKB na II kwartał. Obecnie oceniamy, że wzrost gospodarczy (w ujęciu r/r, bo uśrednione dla kwartału momentum jest umiarkowane) był w II kwartale nie mniejszy niż w pierwszych trzech miesiącach roku. Oznacza to, że nasza prognoza wzrostu na cały rok 2018 (4,6% r/r, nie mówiąc już o konsensusie) jest najprawdopodobniej za niska. Nie jest przy tym dla nas jasne, jak taki wynik rozdysponować od strony popytowej – oczywistym kandydatem są kategorie najtrudniej szacowane w oparciu o dane miesięczne, tj. inwestycje w maszyny i urządzenia oraz zmiana zapasów – ale obecnie poruszamy się wciąż w sferze hipotez.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła w maju o 7,6% r/r (ceny bieżące) i 6,1% r/r (ceny stałe). Jest to wynik zbliżony do konsensusu i nieco wyższy od naszej prognozy, wynoszącej realnie 5,3% r/r. Szybki przegląd kategorii sprzedaży wskazuje na to, że za niespodziankę względem naszych przewidywań odpowiada jedna kategoria – sprzedaż samochodów, motocykli i części (-0,9% r/r wobec prognozowanego wyniku -9,3% r/r) – oczekiwany przez nas negatywny efekt mniejszej liczby dni roboczych i układu kalendarza zatem nie zrealizował się. W pozostałych kategoriach obyło się bez zaskoczeń. Sprzedaż paliw przyspieszyła z 13,8 do 18,9% r/r, praktycznie wyłącznie za sprawą efektu cenowego. Sprzedaż żywności i sprzedaż w pozostałych niewyspecjalizowanych sklepach (to te dwie kategorie odpowiadały za negatywną niespodziankę miesiące wcześniej), zgodnie z oczekiwaniami, odbiła i można w tych przypadkach mówić o normalizacji dynamik (odpowiednio, 5,6 i 7,2% r/r). W sprzedaży dóbr trwałych można jeszcze odnotować spowolnienie sprzedaży odzieży i obuwia (z 13,7 do 4,7% r/r), głównie za sprawą efektu bazowego i nieco mniej korzystnej dla zakupów aury. Dla porządku możemy dodać, że za sprawą wyższych cen paliw i kontynuacji łagodnego trendu wzrostowego w kategoriach bazowych (podobnie wygląda sprawa w przypadku cen dóbr konsumenckich mierzonych CPI/HICP) deflatory sprzedaży detalicznej przyspieszyły (por. wykres poniżej). W ostatnich miesiącach sprzedaż detaliczna spowolniła w stosunku do szczytów notowanych na przełomie roku. Zbiegło się to również w czasie z nieco słabszym odczytem konsumpcji w I kwartale. Czy należy to interpretować jako zły omen dla konsumpcji? Niekoniecznie. Utrzymujące się na bardzo wysokich poziomach nastroje konsumentów oraz wciąż wysoki wzrost dochodów z pracy stanowią podstawowy argument za wzrostem konsumpcji przekraczającym 4,5%, a w horyzoncie kolejnego roku 4%. Ciekawą i nierozpoznaną naszym zdaniem kwestią jest wpływ imigracji zarobkowej do Polski i jej „zakorzeniania się" w kraju na konsumpcję – można to postrzegać jako dodatkowy czynnik wspierający popyt konsumpcyjny i odpowiednik wzrostu nakładów pracy przy składaniu PKB od strony wydatkowej. W ujęciu dynamicznym może on jednak powoli wygasać. Wreszcie, w dalszym ciągu nie znajdujemy w danych o sprzedaży detalicznej mocnych argumentów za istnieniem mierzalnego efektu zakazu handlu w niedzielę.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło w kwietniu w ujęciu miesięcznym o 2,1 tys. etatów (najsłabszy maj od 2009 r.), przez co dynamika roczna wyniosła jedynie 3,7% (tyle samo co w kwietniu). Spodziewaliśmy się (podobnie jak konsensus rynnowy) wzrostu o 3,8% za sprawą korzystnego efektu bazy z maja zeszłego roku. Jedną z przyczyn negatywnej niespodzianki mogło być późniejsze ujawnianie się efektów zakazu handlu w niedzielę, co mogło spowodować odpływ z sekcji handel detaliczny (wystarczy do tego ograniczenie czasu pracy – agregat to suma pełnych etatów). Wyhamowanie momentum wzrostowego w innych sekcjach powinno być jednak związane z coraz wyraźniejszymi ograniczeniami podażowymi. Od dłuższego czasu piszemy, że aktualne dynamiki zatrudnienia nie są do utrzymania w dłuższym okresie ze względu na coraz większe problemy ze znalezieniem pracowników, nie tylko wykfalifikowanych. Poprzednia zadyszka na tym agregacie (trzeci kwartał 2017) była raczej związana z wydłużeniem czasu na znalezienie pracownika, przez co wzrosty w ujęciu miesięcznym powróciły na przełomie roku do poprzednich, świetnych poziomów. Tym razem problem nie będzie tak łatwy do rozwiązania, przez co ponownie w tym roku zobaczymy „minusy" w ujęciu miesięcznym. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w maju o 7% r/r, nieco poniżej konsensusu i naszej prognozy (odpowiednio, 7,1 i 7,5% r/r). Jak co miesiąc, nasza wiedza na temat poszczególnych sektorów jest ograniczona, dlatego możemy tylko spekulować na temat przyczyn zaskoczenia. W naszej opinii najbardziej prawdopodobną przyczyną rozczarowania w danych o płacach był niekorzystny układ kalendarza (różnica dni roboczych spadła z +1 do -1 r/r, rozkład dni wolnych sprzyjał długim urlopom), który obniżył ruchome składniki wynagrodzeń w przetwórstwie przemysłowym i budownictwie. W ujęciu miesięcznym płace wzrosły o skromne 0,3% m/m (po odsezonowaniu), co jest wynikiem ewidentnie gorszym i od poprzedniego miesiąca, i od maja roku poprzedniego – stąd spowolnienie w stosunku do kwietnia b.r. (przypomnijmy – 7,8% r/r).

Inflacja

Według finalnego odczytu inflacja w maju wyniosła 1,7% r/r (odczyt flash 1,7%, konsensus rynkowy przed danymi flash 1,9%, nasza oryginalna prognoza 1,8%). Odczyt w ujęciu miesięcznym, prawdopodobnie z uwagi na zaokrąglenia, został zrewidowany z 0,1 do 0,2% m/m – nie zmienia to jednak w ogóle obrazu procesów inflacyjnych w maju. Struktura podana przez GUS okazała się być tylko częściowo zgodna z naszymi oczekiwaniami. O ile bowiem szczegóły podane przy okazji odczytu flash nie zmieniły się znacząco – ceny żywności obniżyły się o 0,3% m/m, ceny paliw wzrosły o 5,6% m/m, zaś nośniki energii w kategorii mieszkanie podrożały o 0,1% - o tyle kategorie bazowe to solidny miszmasz. W maju nieznacznie wzrosły bowiem ceny w kategoriach Zdrowie (o 0,5% m/m – efekt droższych usług szpitalnych i sanatoryjnych) i Łączność (o 0,3% m/m – delikatnie zdrożały usługi telekomunikacyjne), podczas gdy wyraźne i zaskakujące z naszej perspektywy spadki dotknęły Rekreacji i kultury (o 1% m/m – konsekwencja niższych cen turystyki zorganizowanej oraz gazet i czasopism) oraz pojemnej kategorii Pozostałe (o 0,5% m/m – zadecydowała o tym kontynuacja spadków cen ubezpieczeń). W efekcie, inflacja bazowa spadła do 0,5% r/r w maju, podczas gdy pierwotne prognozy zakładały jej wzrost do 0,7% r/r. Niski odczyt inflacji w maju i jej struktura sprawiają, że prawdopodobieństwo osiągnięcia celu inflacyjnego w kolejnych dwóch miesiącach na bazie wzrostów cen paliw istotnie spadło, szczególnie że wzrosty cen ropy naftowej wyhamowały. W obecnym momencie można zaryzykować stwierdzenie, że inflacja wzrośnie niewiele tylko powyżej 2%. Jednoczesna uporczywość niskiej inflacji bazowej pozwoli RPP na kontynuację prowadzenia gołębiej retoryki nawet w obliczu silnie rosnących płac. W chwili obecnej złamane są wszystkie powiązania między aktywnością ekonomiczną a inflacją bazową (nawet ceny usług przestały reagować na wzrost płac!) – w takich warunkach nie należy spodziewać się ani zmian retoryki banku centralnego, ani zakładów o zacieśnienie wcześniej niż w samej końcówce 2019 r. Taki scenariusz oczywiście powinien być uwarunkowany odzyskaniem przez inflację wrażliwości na zacieśnienie rynku pracy i zamknięcie luki popytowej.

Budżet

W maju budżet państwa zamknął się kwotą +260 mln PLN (trzeci najlepszy wynik maja w historii) po pięciu miesiącach MF może pochwalić się skumulowaną nadwyżką wynoszącą 9,6 mld zł. Pogorszenie wyniku względem analogicznego miesiąca roku poprzedniego nie jest zasługą strony dochodowej – wpływy podatkowe rosną w dalszym ciągu w tempie przekraczającym tempo wzrostu nominalnego PKB i w samym maju przyrost wpływów wyniósł 9,7% r/r. Za wyjątkiem akcyzy, dochody z której wzrosły jedynie o 3,1% r/r, wszystkie główne kategorie podatków zanotowały dwucyfrowe tempa wzrostu. Ich dotychczasowe trajektorie wskazują na to, że na koniec roku dochody podatkowe państwa powinny przekroczyć kwotę z ustawy budżetowej o 8-10 mld zł. Jedyna nowość w budżecie w maju to pogorszenie sytuacji po stronie wydatkowej – wydatki ogółem wzrosły o ok. 12% r/r, a za 2/3 tego wzrostu odpowiadał przyrost kosztów obsługi długu. Przypuszczamy (w danych budżetowych brak jest aktualnego rozbicia na koszty obsługi długu krajowego i zagranicznego), że należy to wiązać w pierwszej kolejności ze skokowym osłabieniem złotego do głównych walut w ostatnich tygodniach. Tym niemniej, w pozostałych elementach strony wydatkowej nie widać znaczących zmian dotychczasowych trendów – w szczególności, dotacja do FUS i FER systematycznie spada. Jak wskazywaliśmy miesiąc temu, dotychczasowe tendencje po stronie dochodowej i wydatkowej budżetu wskazują na to, że deficyt budżetu okaże się na koniec roku mniejszy od zakładanych w ustawie 42 mld zł. Nasza prognoza, obciążona dużą niepewnością z uwagi na możliwości przerzucania wydatków na przełomie roku, to obecnie 25-30 mld zł. Oznacza to, w powiązaniu z relatywnie dobrą (jak na stan cyklu wyborczego) sytuacją samorządów, że deficyt sektora general government najprawdopodobniej spadnie w 2018 r. z 1,7 do 1,3-1,5% PKB.

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. Niemniej jednak obecna wycena rynkowa nie powinna satysfakcjonować głównego akcjonariusza – PZU, które aby nie zanotować straty na inwestycji powinno sprzedać akcje powyżej 70 PLN/akcję. 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	68,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	109,00 PLN	+60,3%

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

Podstawowe dane			**ALR PW**	**vs. WIG**
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	-3,5%	-0,9%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-14,5%	-2,9%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	11,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 789,5	Średni obrót 6M	22,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,9	-29,9%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	14,1	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	11,1	17,1	9,3	7,8
P/BV	1,4	1,3	1,1	0,9
ROE	12,7%	7,9%	12,8%	13,0%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%

RZiS

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	**waga**	**wycena**
DDM	50%	17 036
Zyski ekonomiczne	50%	15 074
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		16 055
		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. Na sentymencie do BZ WBK nadal ciąży nawis podażowy od strony DB. Uważamy, że w lipcu okaże się czy DB chce sprzedać akcje ze stratą czy będzie czekał na znaczącą poprawę sentymentu. W chwili obecnej pozostawiamy nasze prognozy bez zmian (2,56 mld PLN zysku netto na 2018 rok), ponieważ wyniki w pozostałej części roku będą wsparte przez dywidendę z Aviva oraz prawdopodobną sprzedaż kredytów niepracujących. Dodatkowo Zarząd BZ WBK zaskoczył chęcią wypłaty zysku niepodzielonego z lat 2016-17 wraz z dywidendą za rok 2018. Oceniamy łączny DPS na poziomie 23 PLN/akcję, a wskaźnik DYield na 6,5%. Niemniej jednak podkreślamy, że pomimo wstępnych konsultacji Zarządu BZ WBK z KNF odnośnie wypłaty dywidendy w 2019 rok finalna rekomendacja będzie należeć do nadzorcy. Ewentualna dywidenda będzie też zależała od finału negocjacji, które według prasy prowadzi Santander odnośnie przejęcia aktywów Eurobanku w Polsce. Uważamy, że obecna wycena rynkowa walorów BZ WBK jest atrakcyjna nawet biorąc pod uwagę ewentualny nawis podażowy ze strony DB czy ustawę CHF. Ewentualne pozytywne zaskoczenie dla rynku może pochodzić z wysokiej dywidendy w 2019 roku lub z kolejnych przejęć.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	339,80 PLN	
Cena docelowa	430,00 PLN	+26,5%

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

Podstawowe dane			**BZW PW**	**vs. WIG**
Ticker	BZW PW	Zmiana 1M	-4,2%	-1,6%
ISIN	PLBZ00000044	Zmiana YTD	-13,6%	-2,0%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	18,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	33 719,9	Średni obrót 6M	19,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	13,3	-11,0%
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	15,6	15,2	13,4	11,0	9,6
P/BV	1,7	1,5	1,2	1,2	1,1
ROE	11,1%	10,6%	10,4%	11,1%	11,8%
DPS	21,33	5,40	6,69	12,55	15,46
DYield	6,3%	1,6%	2,0%	3,7%	4,5%
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 zal	55	58	58	58	58
Wynik brutto	**3 509**	**3 759**	**4 272**	**5 229**	**5 883**
Podatek	738	817	897	1 098	1 235
Zyski mniejszościowych	-217	-305	-350	-379	-408
Podatek bankowy	-387	-424	-465	-599	-645
Zysk netto	**2 167**	**2 213**	**2 560**	**3 152**	**3 595**

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Kredyty netto	**103 069**	**107 840**	**133 795**	**143 695**	**152 125**
Pozostałe aktywa	47 031	44 835	47 701	50 530	53 562
Aktywa razem	**150 100**	**152 674**	**181 496**	**194 225**	**205 687**
Depozyty	**112 522**	**111 481**	**130 240**	**140 790**	**152 227**
Pozostałe zobowiązania	16 559	17 850	22 517	22 616	20 345
Udziały mniejszościowe	1 238	1 436	1 416	1 394	1 370
Kapitały własne	**19 781**	**21 907**	**27 324**	**29 426**	**31 745**

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	48 557
Zyski ekonomiczne	50%	46 435
Średnia wartość godziwa		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 (sprzedaż udziału w Noble Securities), które rekompensują słabe przychody podstawowe. W naszych prognozach założyliśmy 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. Dodatkowo na niesprzyjające warunki do emisji instrumentów Tier 1 wskazywał Erste Bank, który odroczył swoje plany emisji. Jednocześnie brak emisji instrumentów Tier 1 spowoduje dojście banku do minimalnych wymaganych wskaźników wypłacalności dopiero w 2020 roku. Nasza cena docelowa implikuje wycenę GNB na poziomie 0,3x P/BV. Uważamy, że wyższa wycena zależeć będzie od progresu jaki bank wykona w celu poprawy wyników w kolejnych kwartałach.

Cena bieżąca	0,99 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	1,40 PLN	+41,4%

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

Podstawowe dane			**GNB PW**	**vs. WIG**
Ticker	GNB PW	Zmiana 1M	-6,6%	-4,0%
ISIN	PLGETBK00012	Zmiana YTD	-38,9%	-27,4%
Liczba akcji (mln)	1 044,6	Średni obrót 1M		0,6 mln PLN
MC (mln PLN)	1 034,1	Średni obrót 6M		1,7 mln PLN
		P/E 12M fwd	8,7	-30,4%
Free float	49,8%	P/E 5Y avg	12,5	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	-	-	20,0	7,4	3,2
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 zal	-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 2020 roku kiedy oczekujemy wzrostu stóp na rynku o +75 p.b. 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 oraz bardziej agresywną politykę kredytową odnośnie kredytów konsumpcyjnych.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	70,00 PLN	
Cena docelowa	94,00 PLN	+34,3%

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

Podstawowe dane			**BHW PW**	**vs. WIG**
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	-6,3%	-3,7%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-10,0%	+1,5%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M		2,1 mln PLN
MC (mln PLN)	9 146,2	Średni obrót 6M		2,8 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,3	-16,0%
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	15,2	17,1	14,5	11,9
P/BV	1,3	1,3	1,3	1,3
ROE	8,8%	7,8%	9,1%	10,9%
DPS	4,68	4,60	4,10	4,84
DYield	6,7%	6,6%	5,9%	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	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 zal	0	0	0	0	0
Wynik brutto	**791**	**834**	**785**	**926**	**1 114**
Podatek	164	163	172	201	242
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	0	69	78	93	103
Zysk netto	**626**	**602**	**536**	**632**	**769**

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	1 196	9%
Korekta o PV	606	5%
Etap II (2020-34)	8 552	64%
Etap III (2035-54)	2 399	18%
Wartość 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
kupuj (podwyższona)

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 najwyższą 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 kolejnych latach Zarząd będzie preferował przeznaczenie znaczącej części zysków zatrzymanych na dalszy dynamiczny rozwój organiczny oraz na przejęcia. Według informacji prasowych ING BSK jest na finiszu negocjacji w sprawie przejęcie Union Investment TFI oraz pakietu kontrolnego w NN TFI. W przypadku nabycia przez ING obu firm zarządzających aktywami powstałby podmiot o 3 wielkości na rynku. Uważamy, że taka akwizycja ma sens ze względu na wchodzące przepisy MIFID II, ale także uzupełni wachlarz produktów, które ING BSK może zaoferować klientom szczególnie w obecnym środowisku niskich stóp procentowych. Dodatkowo biznes wsparłby wyniki ING. W przypadku braku dalszego wzrostu organicznego lub przejęć oczekujemy, że nadwyżka kapitałowa zostanie wypłacona akcjonariuszom w formie dywidendy. Ze względu na ostatnią przecenę walorów podwyższamy naszą rekomendację akumuluj do kupuj pozostawiając cenę docelową bez zmian.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	178,40 PLN	
Cena docelowa	212,00 PLN	+18,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**212,00 PLN**	**2018-07-04**
poprzednia	akumuluj	212,00 PLN	2018-03-05

Podstawowe dane			**ING PW**	**vs. WIG**
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	-9,4%	-6,9%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	-11,9%	-0,3%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M		2,3 mln PLN
MC (mln PLN)	23 209,8	Średni obrót 6M		2,7 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,3	-9,7%
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	18,5	16,5	14,8	13,0	12,0
P/BV	2,2	2,0	1,8	1,6	1,4
ROE	11,8%	12,6%	12,6%	12,7%	12,3%
DPS	4,30	0,00	3,24	3,63	4,11
DYield	2,4%	0,0%	1,8%	2,0%	2,3%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**	**2020P**
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	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 zal	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 rezydualna	2 093	6%
Wartość godziwa	**32 194**	**100%**
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**247,46**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**263,23**	

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	32 194
Zyski ekonomiczne	50%	30 547
Średnia wartość godziwa		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
redukuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację redukuj 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. Dodatkowo uważamy, że konsensus prognoz całorocznych dla Banku Millennium może być ustawiony zbyt ambitnie na rok obecny co dodatkowo rzuca się cieniem na realizację strategicznego celu 1 mld PLN w 2020. Finalnie Bank Millennium jest jednym z najmniej wrażliwych banków na ruchy stóp procentowych, co było jego niewątpliwym atutem w momencie obniżek stóp, ale będzie ciążyć przy ewentualnych podwyżkach względem grupy porównawczej. 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	8,04 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	7,00 PLN	-12,9%

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

Podstawowe dane			**MIL PW**	**vs. WIG**
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-1,5%	+1,1%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	-10,1%	+1,5%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	5,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 753,5	Średni obrót 6M	7,7 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,4	-6,0%
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	13,9	14,3	13,5	12,3
P/BV	1,4	1,3	1,1	1,0
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 zal	0	0	0	0	0
Wynik brutto	**688**	**1 127**	**1 114**	**1 176**	**1 280**
Podatek	141	252	244	259	282
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	0	174	188	196	204
Zysk netto	**547**	**701**	**681**	**722**	**794**

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	**waga**	**wycena**
DDM	50%	11 045
Zyski ekonomiczne	50%	9 689
Średnia wartość godziwa		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%. Uważamy, że rynek zbyt pesymistycznie podchodzi do możliwości dywidendowych banku Pekao po ewentualnej fuzji. Uważamy, że Pekao po fuzji nadal będzie w stanie wypłacić do 75% swojego zysku netto co i tak nastąpi w średnim okresie nawet bez fuzji.

Cena bieżąca	112,70 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	157,00 PLN	+39,3%

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

Podstawowe dane			**PEO PW**	**vs. WIG**
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	-3,2%	-0,6%
ISIN	PLPEKAO00016	Zmiana YTD	-13,0%	-1,4%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	66,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	29 580,4	Średni obrót 6M	80,8 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,2	-23,6%
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	13,0	12,0	13,5	11,2
P/BV	1,3	1,3	1,3	1,2
ROE	9,8%	10,7%	9,4%	11,1%
DPS	8,70	8,68	7,90	8,32
DYield	7,7%	7,7%	7,0%	7,4%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%

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 zal	113	39	453	77	78
Wynik brutto	**2 831**	**3 346**	**3 675**	**3 405**	**4 064**
Podatek	538	617	677	647	772
Zyski mniejszościowych	-1	0	-1	-1	-1
Podatek bankowy	0	450	522	573	638
Zysk netto	**2 292**	**2 279**	**2 475**	**2 184**	**2 653**

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	**waga**	**wycena**
DDM	50%	47 563
Zyski ekonomiczne	50%	44 581
Średnia wartość godziwa		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	38,10 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	38,00 PLN	-0,3%

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

Podstawowe dane			**PKO PW**	**vs. WIG**
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+0,3%	+2,8%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-14,0%	-2,5%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	77,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	47 625,0	Średni obrót 6M	90,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,8	-3,3%
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	16,6	15,3	14,4	12,0
P/BV	1,5	1,3	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**

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	**waga**	**wycena**
DDM	50%	57 453
Zyski ekonomiczne	50%	56 133
Średnia wartość godziwa		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%. Dodatkowo wyniki będą wspierane przez nieoczekiwaną, kolejną podwyżkę stóp procentowych w zeszłym miesiącu. Wysoka rentowność Komercni Banka przekłada się na wskaźnik DYield na poziomie około 4%-5% (przy wypłacie 55% zysku netto) w kolejnych dwóch latach. Wobec polskiego sektora bankowego KB reprezentuje wyższy poziom ROE (13% wobec 8%), DYield (ponad 4% wobec 3%) oraz brak ryzyka systemowego. Pomimo sprzyjającego środowiska operacyjnego Komercni Banka nie doświadczyło re-ratingu, tak jak to miało miejsce w polskim sektorze bankowym. Uważamy, że Komercni Banka nie powinno być notowane z dyskontem do takich banków jak PKO BP czy BZ WBK. Obecna wycena rynkowa stwarza okazję inwestycyjną.

Cena bieżąca	952,50 CZK	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	1 111,00 CZK	+16,6%

	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	+4,7%	+7,3%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+9,7%	+21,3%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	154,5 mln CZK	
MC (mld CZK)	179,9	Średni obrót 6M	148,9 mln CZK	
		P/E 12M fwd	13,3	-4,9%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	14,0	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	13,1	12,0	12,2	10,4
P/BV	1,8	1,9	1,5	1,4
ROE	13,4%	15,0%	13,8%	14,2%
DPS	62,00	40,00	47,00	43,00
DYield	6,5%	4,2%	4,9%	4,5%
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 rezydualna	21 026	10%
Wartość godziwa	**209 111**	**100%**
Liczba akcji (mln)	189	
Koszt kapitału	6,0%	
Wartość godziwa na akcję (CZK)	**1 107**	
Cena docelowa za 9M (CZK)	**1 157**	

Model zysków ekonomicznych

(mln CZK)	wartość	udział
Początkowe TNAV	90 579	47%
Etap I (2016-18)	26 928	14%
Korekta o PV	583	0%
Etap II (2019-33)	64 439	33%
Etap III (2034-53)	9 936	5%
Wartość godziwa	**192 465**	**100%**
Liczba akcji (mln)	189	
Koszt kapitału	6,0%	
Wartość godziwa na akcję (CZK)	**1 019**	
Cena docelowa za 9M (CZK)	**1 065**	

Podsumowanie wyceny

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

Erste Bank
akumuluj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj dla Erste Banku. Nasza prognoza na 2018 rok jest zgodna z obecnymi oczekiwaniami Zarządu, który wskazał poziom ROTE >10%. Niemniej jednak pozostajemy nieco bardziej optymistyczni odnośnie rezultatów Erste Banku od rynku. Nasze prognozy na lata 2018-19 są o 3%-4% wyższe niż obecny konsensus. 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 zaledwie 22 p.b. w 2019, co przełoży się na 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	34,59 EUR	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	40,00 EUR	+15,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**akumuluj**	**40,00 EUR**	**2018-06-06**

Podstawowe dane			**EBS AV**	**vs. WIG**
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	-3,2%	-0,7%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	-0,9%	+10,6%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	28,9 mln EUR	
MC (mln EUR)	14 866,8	Średni obrót 6M	28,9 mln EUR	
		P/E 12M fwd	10,2	-11,9%
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	11,3	10,6	9,8
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 2018	Zysk netto 2019	Zysk netto 2020	P/E 2018	P/E 2019	P/E 2020	BV 2018	P/BV 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		16 379
na akcję (EUR)		38,11
Koszt kapitału 9M		5,0%
Cena docelowa za 9M (EUR)		**40,00**

OTP Bank
kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację 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	10 230,00 HUF	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	12 090,00 HUF	+18,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**12 090,00 HUF**	**2018-06-06**

Podstawowe dane			**OTP HB**	**vs. WIG**
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	+1,6%	+4,2%
ISIN	HU0000061726	Zmiana YTD	-2,6%	+9,0%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	5,5 mld HUF	
MC (mld HUF)	2 731,8	Średni obrót 6M	5,7 mld HUF	
		P/E 12M fwd	10,3	+1,5%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	10,2	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	10,4	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%	1,9%	2,5%	2,5%
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 operac	392	400	442	463	466
Wynik operacyjny	**367**	**338**	**367**	**422**	**456**
Saldo rezerw	221	93	46	75	79
Zysk brutto	**146**	**245**	**321**	**347**	**378**
Podatek dochodowy	26	44	37	69	76
Zysk netto dywizji	**120**	**201**	**284**	**278**	**302**
Odpis WNiP	7	12	-6	0	0
Podatek bankowy	**-29**	-14	-15	-15	-16
Inne	6	6	15	0	0
Zyski mniejszościowych	-40	-3	0	0	0
Zysk netto	**64**	**202**	**281**	**263**	**287**

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 2018	Zysk netto 2019	Zysk netto 2020	P/E 2018	P/E 2019	P/E 2020	BV 2018	P/BV 2018
Węgry + pozostałe	**1 841**	**6 893**	**168,6**	**153,1**	**158,4**	**10,9**	**12,0**	**11,6**	**740**	**2,5**
CEE ogółem	**1 316**	**4 915**	**92,9**	**125,0**	**143,8**	**14,2**	**10,5**	**9,1**	**896**	**1,5**
DSK	564	2 112	46,1	50,3	52,8	12,2	11,2	10,7	244	2,3
OBS	35	130	-0,8	1,8	2,7	-42,2	19,6	13,1	28	1,3
OTP Banka Hrvatska	273	1 021	16,5	24,5	26,2	16,6	11,1	10,4	249	1,1
OTP Banka Romania	114	426	2,8	6,5	8,1	40,8	17,6	14,0	84	1,4
OTP Russia	231	854	17,0	27,7	35,1	14,0	8,6	6,7	165	1,4
CJSC OTP Bank	34	127	11,5	11,5	12,4	3,0	3,0	2,8	46	0,7
OTP Banka Serbia	58	217	-0,9	2,2	5,6	-67,2	28,3	11,4	57	1,1
CKB	7	27	1,0	0,5	0,8	7,4	14,6	8,6	22	0,3
Suma dywizji	**3 156**	**11 808**	**261,5**	**278,0**	**302,3**	**12,1**	**11,4**	**10,4**	**1 636**	**1,9**
Podatek bankowy	-155	-579								
Grupa OTP ogółem	**3 002**	**11 229**								

Podsumowanie wyceny

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

PZU
kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla PZU. Nasza prognoza wyników dla PZU znajduje się powyżej konsensusu na lata 2018-19. Uważamy, że odległe podwyżki stóp procentowych powinny pozytywnie działać na sentyment do ubezpieczyciela. Do głównych atutów PZU należy też zaliczyć bliską współpracę z Pekao, której efekty nie są jeszcze uchwycone w konsensusie a powinny wspierać przypis składki zarówno po stronie majątku jak i życia. Nowo przedstawiona strategia PZU na lata 2018-2020, która obejmuje takie cele jak >22% ROE, jest w zasięgu ubezpieczyciela. Ze względu na ponadprzeciętne ROE (22%), dywidendę (dividend yield w latach 2018-19 na poziomie 6-7%) oraz brak istotnego ryzyka operacyjnego, PZU przedstawia się nadal jako bardzo atrakcyjna alternatywa dla sektora bankowego, który w znaczący sposób może być w przyszłości penalizowany za swoją ekspozycję na kredyty CHF. Zagrożeniem dla prognoz rynkowych jak i naszych jest ponowny powrót kwestii zadośćuczynień, których jednak finalny wpływ powinien zostać znacząco ograniczony przez korzystne dla ubezpieczycieli uzasadnienie sądu do uchwały. Spółka w 1Q'18 utworzyła 148 mln PLN rezerw na tzw. zadośćuczynienia i uważamy, że obecny poziom rezerw jest w tym momencie adekwatny.

Cena bieżąca	38,97 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	50,58 PLN	+29,8%

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

Podstawowe dane			**PZU PW**	**vs. WIG**
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	+2,8%	+5,4%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-7,6%	+4,0%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	61,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	33 651,5	Średni obrót 6M	66,7 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,7	-15,2%
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**

Bilans

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

Wskaźniki

(%)	**2015**	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**
Odszkodowań	76,3	68,7	70,0	67,6	67,5
Kosztów ogółem	21,5	21,1	21,1	24,2	24,1
Zwrot na portfelu	7,5	4,6	3,6	3,9	4,8
COR majątku	95,5	95,7	90,5	95,0	94,9
Marża op w Życiu	22,79	24,05	39,01	38,92	36,33

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. Pomimo znaczącej przeceny walorów, kurs Kruka w obecnym roku wygląda znacznie lepiej na tle spółek porównywalnych (IJ, Hoist czy Arrow Global). Oczekujemy, że ogłoszenie nakładów za 2Q'18 oraz podtrzymana przez Zarząd strategia wzrostu EPS na poziomie co najmniej +15% R/R zmienią obecny negatywny sentyment. 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	191,10 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	300,94 PLN	+57,5%

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

Podstawowe dane			**KRU PW**	**vs. WIG**
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	-17,1%	-14,5%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	-25,5%	-14,0%
Liczba akcji (mln)	18,7	Średni obrót 1M	14,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 582,0	Średni obrót 6M	15,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	-	EV/EBITDA 12M fwd	10,8	-15,6%
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	14,1	12,1	10,1	8,6	8,1
P/BV	2,7	2,5	2,0	1,7	1,5
ROE	24,6%	21,9%	21,8%	21,5%	20,1%
DPS	2,00	2,26	5,00	5,66	11,08
DYield	1,0%	1,2%	2,6%	3,0%	5,8%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Nabyte pakiety wierzytelności	0,0%	0,0%	0,0%
Usługi windykacyjne	0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe produkty	0,0%	0,0%	0,0%
Koszty ogólne	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Nabyte pakiety wierzyteln	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 działa	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
Spłaty	-992	-1 369	-1 699	-1 985	-2 152

Bilans

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Środki pieniężne	267	173	154	180	213
Zakupione wierzytelno	**2 648**	**3 169**	**3 732**	**4 355**	**5 160**
Pozostałe aktywa	181	218	126	140	155
Aktywa razem	**3 096**	**3 560**	**4 012**	**4 674**	**5 528**
Kredyty i pożyczki	**1 646**	**1 897**	**2 052**	**2 375**	**2 968**
Pozostałe zobowiązania	212	202	186	216	242
Kapitały własne	**1 238**	**1 461**	**1 774**	**2 084**	**2 318**

Wskaźniki

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

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 (bez zmian)

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

Nasze obecne prognozy wynikają z niższego 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 32%-34% dyskonto (49%-50% dyskonto na bieżącej cenie) do grupy porównawczej na wskaźniku 2018-19 P/E oraz ~80% 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 miesiącu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	11,60 PLN	
Cena docelowa	15,54 PLN	+34,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**15,54 PLN**	**2018-06-06**

Podstawowe dane			**PCM PW**	**vs. WIG**
Ticker	PCM PW	Zmiana 1M	-32,0%	-29,4%
ISIN	PLPRMCM00048	Zmiana YTD	-59,4%	-47,8%
Liczba akcji (mln)	11,9	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	138,1	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	150,1	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	3,8	3,9	6,5	5,6	4,4
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	47,4%	20,3%	8,6%	8,6%	8,6%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody z leasingu operacyjnego	0,0%	0,0%	0,0%
Przychody odsetkowe	0,0%	0,0%	0,0%
Przychody ogółem	0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%

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**

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Należności z leasingu fin	833	985	1 064	1 145	1 224
Rzeczowe aktywa trwałe	643	712	677	722	780
Pozostałe aktywa	254	300	315	331	338
Aktywa razem	**1 730**	**1 997**	**2 056**	**2 198**	**2 341**
Obligacje i kredyty	1 220	1 469	1 508	1 626	1 741
Pozostałe zobowiązania	65	75	84	94	103
Kapitały własne	**446**	**454**	**464**	**478**	**498**

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Marża finansowa	7,1	5,0	3,0	-0,6	-0,3
Marża serwisowa	20,8	23,3	23,5	25,6	26,7
Marża ubezpieczeniowa	11,0	12,3	13,3	18,4	18,2
Marża na usługach	3,4	3,9	3,7	3,8	4,0
Wskaźnik D/E (x)	2,7	3,2	3,3	3,4	3,5

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 trzykrotne liczby segmentów produktowych w ofercie oraz zwiększenie 4-krotne liczby kanałów dotarcia do klientów. Osiągnięcie celów może być wsparte przez akwizycje chociaż priorytetem pozostaje wzrost organiczny. W ostatnim miesiącu Skarbiec Holding ujawnił, że podjął negocjacje w celu przejęcia pakietu kontrolnego w Trigon TFI. Ewentualna transakcja miałaby zostać przeprowadzona przez wymianę akcji, bez szkody dla wysokości dywidendy w 2018 roku. Naszym zdaniem sprawę komplikuje główny akcjonariusz Skarbiec Holding, który jest również powiązany kapitałowo z Trigon TFI. Transakcja przybliżyłaby Skarbiec Holding do celu AUM, który naszym zdaniem jest ambitny. 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. Uważamy, że obecna wycena stwarza okazję inwestycyjną.

Cena bieżąca	25,70 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	56,30 PLN	+119,1%

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

Podstawowe dane			**SKH PW**	**vs. WIG**
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	-7,2%	-4,6%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	-7,2%	+4,3%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	175,3	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	7,5	-8,7%
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	5,4	7,4	6,2	5,2	4,2
P/BV	1,7	1,8	1,8	1,8	1,7
ROE	34,1%	24,2%	29,8%	35,0%	41,4%
DPS	3,08	4,28	4,15	4,57	5,53
DYield	12,0%	16,7%	16,2%	17,8%	21,5%

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

Bilans

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

Analiza porównawcza

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

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 absorbcję 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 i 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 (7,5 PLN/akcja). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy Ciech, z ceną docelową na poziomie 81,14 PLN/akcja (uwzględniającą odciętą dywidendę).

Cena bieżąca	53,05 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	81,14 PLN	+53,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**81,14 PLN**	**2018-07-04**
poprzednia	kupuj	88,64 PLN	2018-06-06

Podstawowe dane			**CIE PW**	**vs. WIG**
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	-0,6%	+2,0%
ISIN	PLCIECH00018	Zmiana YTD	+6,1%	+17,6%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	12,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 795,7	Średni obrót 6M	4,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 770,7	EV/EBITDA 12M fwd	5,7	-8,7%
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.	4,8	7,5	7,1	7,3	6,7
P/BV	1,6	1,3	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA skor.	4,5	4,5	4,7	4,8	4,5
DPS	2,85	0,00	7,50	4,14	4,69
DYield	5,4%	0,0%	14,1%	7,8%	8,8%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
Soda (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Soda Ciech (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Soda vol (tys. ton)	0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel koksowy (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 inw.	**-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%

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%

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	551	542	532	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%

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%	69,47
DCF	50%	82,29
Cena wynikowa		75,88
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**81,14**

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. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację (trzymaj) oraz cenę docelową (44,40 PLN/akcja) dla Grupy Azoty.

Cena bieżąca	42,60 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	44,40 PLN	+4,2%

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

Podstawowe dane			**ATT PW**	**vs. WIG**
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	0,0%	+2,6%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	-38,8%	-27,3%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	2,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 225,7	Średni obrót 6M	2,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	5 778,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	-30,2%
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.	11,0	7,7	13,8	14,6	13,7
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA skor.	4,9	4,1	5,3	5,8	6,3
DPS	0,84	0,79	1,20	0,90	0,88
DYield	2,0%	1,9%	2,8%	2,1%	2,1%

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%

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%

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%

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 ostatnim raporcie miesięcznym wskazywaliśmy, że pojawiają się sygnały zapowiadające wzrosty cen gaczy parafinowych na rynku. Wszystko wskazuje na to, że nie był to jednorazowy wyskok, gdyż podwyżki zaczynają być coraz bardziej widoczne, a ostatnio po wielu miesiącach stabilizacji podniósł się również benchmark ICIS. Na rynku zaczyna brakować surowca z kierunku wschodniego, który przez wiele kwartałów wywierał presję na ceny parafin w regionie. Na taki obrót zdarzeń liczyliśmy już od wielu miesięcy (pogarszanie się rentowności na ciężkich produktach rafinacji powinno wpływać na ograniczenie podaży i wzrost spotowych cen gaczy). 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. Rewizja cennika po długim okresie niskich 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. Utrzymujemy naszą rekomendację kupuj zwracając uwagę, że tegoroczny wskaźnik EV/EBITDA 6,5x 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 wypływu środków na inwestycję oraz słabsze wyniki, wskaźnik długu netto do EBITDA nie przekroczy granicznego poziomu 3,5x, m.in. dzięki zarządzaniu kapitałem obrotowym (faktoring, obniżenie poziomu zapasów).

Cena bieżąca	7,60 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	16,69 PLN	+119,6%

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

Podstawowe dane			**PWX PW**	**vs. WIG**
Ticker	PWX PW	Zmiana 1M	-3,8%	-1,2%
ISIN	PLPOLWX00026	Zmiana YTD	-31,2%	-19,7%
Liczba akcji (mln)	10,3	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	78,3	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	169,5	EV/EBITDA 12M fwd	6,3	+7,2%
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	3,7	4,5	5,1	3,8	4,0
P/BV	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	3,3	4,0	6,5	5,8	4,9
DPS	1,06	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	13,9%	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%

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%

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%

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%

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

Tegoroczny konsensus EBITDA LIFO ma jeszcze potencjał do lekkiej rewizji w dół, ale dzięki ekspozycji na segment wydobywczy potencjał spadkowy wydaje się ograniczony. Dodatkowo Spółka na tle konkurencji broni się perspektywą wzrostu wyników w przyszłym roku w trudniejszym otoczeniu makro, dzięki planowanemu uruchomieniu instalacji DCU (uwzględniamy +0,4 mld PLN, choć dostrzegamy ryzyko negatywnego wpływu nowych wolumenów diesla na premię lądową). W roku 2020 można zakładać odbicie wolumenów w segmencie wydobywczym w związku z realizowanymi obecnie inwestycjami na B8 i w Norwegii (dotychczasowe opóźnienia nie upewniają nas jednak w tym, że planowane terminy będą dotrzymane). 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 pozostawania mniejszością w akcjonariacie po przejęciu kontroli przez PKN (patrz historia LWB). Nie można też całkowicie lekceważyć ryzyka zablokowania tej fuzji przez KE. Na ten moment utrzymujemy neutralną rekomendację. W krótkim terminie negatywnie na sentyment mogą oddziaływać słabe kwartalne wyniki w rafinerii.

Cena bieżąca	57,22 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	52,51 PLN	-8,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**trzymaj**	**52,51 PLN**	**2018-06-29**

Podstawowe dane			**LTS PW**	**vs. WIG**
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	+5,1%	+7,7%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	-0,8%	+10,7%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	17,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 578,5	Średni obrót 6M	18,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 894,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	-20,6%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	20 931,1	24 185,6	29 156,1	31 641,0	31 888,3
EBITDA	2 922,6	3 072,8	2 648,0	2 802,9	3 117,5
marża EBITDA	14,0%	12,7%	9,1%	8,9%	9,8%
EBIT	1 854,7	2 228,5	1 792,9	1 807,8	2 015,5
Zysk netto	1 015,2	1 671,8	811,7	1 001,7	987,1
P/E	10,4	6,3	13,0	10,6	10,7
P/BV	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	5,3	4,3	5,6	5,5	4,8
DPS	0,00	1,00	1,00	1,32	1,63
DYield	0,0%	1,7%	1,7%	2,3%	2,8%

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**	**2 453**	**2 716**	**3 097**
upstream	692	863	924	985	1 244
rafineria	1 761	2 058	1 372	1 571	1 689
detal	140	139	156	159	163
EV/EBITDA LIFO skor.	**5,8**	**4,2**	**6,0**	**5,6**	**4,8**
Efekt LIFO	-77	171	280	89	23
Inne zd. jednorazowe	404	-148	-86	-2	-2
Saldo finansowe	**-275**	**219**	**-401**	**-216**	**-310**
Przerób ropy mln ton	**10,4**	**9,6**	**10,4**	**10,4**	**10,2**
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,9	7,7	5,0	5,7	6,1
detal EBITDA/tonę	129	131	131	131	132
upstream $ EBITDA/boe	18,0	26,9	32,8	36,1	37,8
Wydobycie w mboe/d	**26,7**	**23,3**	**21,4**	**20,5**	**24,4**
gaz	15,6	13,4	12,1	10,3	10,9
ropa	11,1	9,9	9,3	10,1	13,5

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	**2 654**	**3 127**	**511**	**1 468**	**2 336**
CFO/EBITDA LIFO skor.	102%	103%	21%	54%	75%
Capex	**1 244**	**1 439**	**1 483**	**1 541**	**1 328**
Kapitał obrotowy	3 867	4 035	5 665	6 413	6 479
Kapitał własny	8 611	10 712	11 090	11 912	12 527
Dług netto	**4 808**	**2 505**	**4 316**	**4 787**	**4 465**
Dług netto/EBITDA (x)	1,6	0,8	1,6	1,7	1,4

Analiza porównawcza

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

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Brent (USD/Bbl)	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Marża+dyferencjał	5,5	5,0	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
USD/PLN	3,60	3,65	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Przychody	27 728	30 111	30 001	30 254	30 002	30 002	30 002	30 002	30 002	30 063	30 063
EBITDA	1 724	1 817	1 873	1 982	1 975	1 968	1 961	1 954	1 946	1 938	1 938
marża EBITDA	6,2%	6,0%	6,2%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,4%	6,4%
EBIT	1 213	1 186	1 206	1 256	1 285	1 244	1 212	1 182	1 152	1 121	1 186
Podatek	230	225	229	239	244	236	230	225	219	213	225
CAPEX	-1 048	-686	-748	-752	-752	-752	-752	-752	-752	-752	-752
Kapitał obrotowy	-1 766	-748	-66	9	-2	35	26	53	12	6	6
FCF	-1 321	158	829	1 001	977	1 015	1 005	1 030	988	979	967
PV FCF	-1 277	143	698	781	708	680	624	592	526	482	
WACC	7,1%	7,1%	7,2%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	10 747
Dług netto	2 505
Petrobaltic	1 820
Wycena DCF na akcję (PLN)	54,42

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	44,37
DCF	50%	54,42
Cena wynikowa		49,40
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**52,51**

MOL
akumuluj (bez zmian)

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

Po ostatniej przecenie akcji MOL-a, podnieśliśmy w ostatnim raporcie sektorowym naszą rekomendację z trzymaj do akumuluj, nieznacznie korygując w górę prognozy CCS EBITDA (zmiany na zysku netto to dodatkowo pochodna efektu LIFO). Uważamy, że w ramach sektora koncern wygląda najciekawiej z uwagi na profil biznesowy i wskaźniki EV/CCS EBITDA (4,4x vs. 6,5x dla PKN i 5,8x dla LTS). Obok znaczącej ekspozycji na segment upstream i aktualne zwyżki cen węglowodorów (oczekujemy, że skorygowana EBITDA obszaru wzrośnie w tym roku z 235 mld HUF do 300 mld HUF), tym co wyróżnia MOL-a od polskich konkurentów jest atrakcyjny FCF yield w perspektywie najbliższych kilku lat (6%), który powinien się przekładać na transfery do akcjonariuszy (długoterminowa stopa wypłaty 2,6% 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 realne jest rozstrzygnięcie sporu na przełomie roku (prawdopodobnie konkretne decyzje chorwackiego rządu zapadną po wyroku arbitrażu), szczególnie że na prośbę Chorwatów Spółka uruchomiła „data room" dla potencjalnych inwestorów. Szacunkowy wpływ takiej transakcji po cenie zakupu to nawet +10-12% MCap, plus przeszacowanie wskaźników wyceny uwzględniających zmianę profilu ryzyka.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	2 750 HUF	
Cena docelowa	2 995 HUF	+8,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**akumuluj**	**2 995 HUF**	**2018-06-29**

Podstawowe dane			**MOL HB**	**vs. WIG**
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	+4,0%	+6,6%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	-5,8%	+5,7%
Skor. l. akcji (mln)	738,1	Średni obrót 1M	1 697,1 mln HUF	
MC (mln HUF)	2 029 853,3	Średni obrót 6M	2 186,6 mln HUF	
EV (mln HUF)	2 700 357,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,0	-8,0%
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	4 948,5	5 244,8	5 260,8
EBITDA	623,4	672,7	627,8	645,6	654,3
marża EBITDA	17,5%	16,3%	12,7%	12,3%	12,4%
EBIT	307,9	354,4	326,5	325,4	323,1
Zysk netto	263,5	307,0	223,4	221,0	228,4
P/E	7,7	6,6	9,1	9,2	8,9
P/BV	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	4,7	4,1	4,3	4,3	4,2
DPS	70,88	78,13	127,50	111,76	117,35
DYield	2,6%	2,8%	4,6%	4,1%	4,3%

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**	**598**	**629**	**654**
upstream	190	235	300	335	309
rafineria	178	198	109	117	141
detal	86	97	102	110	115
petchem	144	127	76	54	75
gaz	54	61	61	63	64
koszty ogólne	-48	-45	-50	-51	-51
EV/EBITDA LIFO skor.	**4,8**	**4,1**	**4,5**	**4,4**	**4,2**
Efekt LIFO	25	7	29	16	0
Inne zd. jednorazowe	-7	-7	0	0	0
Saldo finansowe	**-35**	**11**	**-7**	**-8**	**-9**
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	4,5	5,1	3,0	3,2	3,8
upstream $ EBITDA/boe	17,7	23,9	31,1	35,3	34,6
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**

Bilans i CF

(md HUF)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
CF operacyjny	**519**	**560**	**543**	**532**	**593**
CFO/EBITDA LIFO skor.	86%	83%	91%	85%	91%
Capex	**289**	**286**	**317**	**484**	**439**
Kapitał obrotowy	156	248	264	306	307
Kapitał własny	1 492	1 741	1 852	1 973	2 097
Dług netto	**606**	**435**	**329**	**389**	**349**
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	0,6	0,5	0,6	0,5

Analiza porównawcza

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

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	**18P**	**19P**	**20P**	**21P**	**22P**	**23P**	**24P**	**25P**	**26P**	**27P**	**27+**
Brent (USD/Bbl)	70	75	75	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	4 641	4 921	4 956	4 953	4 963	4 964	4 965	4 966	4 966	4 967	4 967
EBITDA	328	310	345	373	409	413	410	408	406	404	404
marża EBITDA	7,1%	6,3%	7,0%	7,5%	8,2%	8,3%	8,3%	8,2%	8,2%	8,1%	8,1%
EBIT	162	130	154	162	187	184	177	167	157	159	189
Podatek	39	33	39	41	47	46	44	42	39	40	36
CAPEX	-215	-380	-344	-259	-221	-215	-215	-215	-215	-215	-215
Kapitał obrotowy	-44	-42	-1	2	1	0	0	1	1	1	1
FCF	31	-145	-39	75	142	152	152	153	153	150	154
PV FCF	30	-128	-32	56	97	96	88	81	74	67	
WACC	8,6%	8,6%	8,7%	9,0%	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%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 286
Dług netto i korekty	229
Segment wydobywczy	571
Wycena DCF na akcję (HUF)	2 332

Wycena

(HUF)	**waga**	**cena**
Porównawcza	50%	3 263
DCF	50%	2 332
Cena wynikowa		2 797
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		**2 995**

PGNiG
kupuj (bez zmian)

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

Kurs akcji PGNiG ponownie znajduje się pod presją, 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 ogłoszony częściowy wyrok arbitrażu z Gazpromem (potencjalnie nawet 0,8 mld USD kompensaty) i ostatnie zobowiązanie rosyjskiego koncernu do urynkowienia cen, podjęte w wyniku ugody z KE. Nadal dostrzegamy też duży potencjał w poprawie rentowności obrotu w związku z liberalizacją rynku i upowszechnieniem obowiązku magazynowego, mimo że 1Q'18 pod tym względem był rozczarowujący. Zwracamy uwagę, że aktualnie PGNiG jest notowany na EV/EBITDA z ponad 20% dyskontem do swojej 5-letniej średniej i 30% dyskontem do grupy porównawczej, a co jeszcze bardziej zaskakujące poniżej niektórych polskich spółek energetycznych, mimo że koncern płaci dywidendę i z wysokim prawdopodobieństwem nadal będzie koncentrował się na inwestycjach w swoich bazowych segmentach (FCF Yield >10%). Nasze prognozy EBITDA 2018-20 plasują się 20% powyżej konsensusu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	5,91 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	8,28 PLN	+40,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**8,28 PLN**	**2018-06-29**

Podstawowe dane			**PGN PW**	**vs. WIG**
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	-1,8%	+0,8%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	-6,0%	+5,5%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	19,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	34 149,8	Średni obrót 6M	22,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	33 715,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-21,8%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	5,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody	33 196,0	35 857,0	38 650,3	43 156,7	42 849,4
EBITDA	5 974,0	6 579,0	8 501,6	9 398,4	9 680,8
marża EBITDA	18,0%	18,3%	22,0%	21,8%	22,6%
EBIT	3 360,0	3 910,0	5 798,3	6 701,2	6 938,4
Zysk netto	2 351,0	2 923,0	4 199,4	4 934,0	4 836,8
P/E	14,5	11,7	8,1	6,9	7,1
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	5,8	5,3	4,0	3,4	3,1
DPS	0,18	0,20	0,15	0,29	0,34
DYield	3,1%	3,4%	2,5%	4,9%	5,8%

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**	**8 502**	**9 398**	**9 681**
EBITDA	5 974	6 579	8 502	9 398	9 681
wydobycie	2 206	3 865	5 159	5 610	5 694
obrót	614	-435	480	810	869
dystrybucja	2 559	2 493	2 278	2 291	2 299
energetyka	759	843	777	883	1 020
pozostałe	-164	-187	-192	-196	-201
Saldo finansowe	**-150**	**12**	**-54**	**-30**	**12**
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**	**4,6**	**4,6**
kraj	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8
zagranica	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8
marża obrót PLN/MWh	**0,4**	**-2,4**	**0,5**	**2,3**	**3,1**

Bilans i CF

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
CF operacyjny	**5 922**	**4 816**	**6 673**	**7 439**	**7 621**
CFO/EBITDA	99%	73%	78%	79%	79%
Capex	**2 968**	**3 162**	**4 283**	**3 797**	**3 829**
Kapitał obrotowy	3 619	5 280	6 053	6 759	6 711
Kapitał własny	32 013	33 626	36 364	39 618	42 481
Dług netto	**523**	**428**	**-436**	**-2 362**	**-4 187**
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	3,0	3,1	3,1	3,0	3,0	2,8
Maksimum	20,2	17,4	16,1	11,6	11,7	11,6
Mediana	12,7	11,6	11,3	6,1	5,9	5,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	**18P**	**19P**	**20P**	**21P**	**22P**	**23P**	**24P**	**25P**	**26P**	**27P**	**+**
Brent (USD/Bbl)	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Gaz EU (EUR/MWh)	20,2	22,1	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5	22,5
USD/PLN	3,60	3,65	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Przychody	38 650	43 157	42 849	44 053	43 737	40 331	39 833	38 415	37 498	38 132	38 132
EBITDA	8 502	9 398	9 681	9 549	9 094	8 919	8 940	8 733	8 668	8 774	8 774
marża EBITDA	22,0%	21,8%	22,6%	21,7%	20,8%	22,1%	22,4%	22,7%	23,1%	23,0%	23,0%
EBIT	5 798	6 701	6 938	6 742	6 251	6 026	5 946	5 710	5 572	5 541	4 696
Podatek	1 556	1 744	2 111	2 063	1 913	1 828	1 801	1 689	1 622	1 615	1 438
CAPEX	-4 283	-3 797	-3 829	-3 856	-3 971	-3 993	-4 015	-4 016	-4 034	-4 078	-4 078
Kapitał obrotowy	-773	-706	48	-189	50	533	78	222	144	-99	-99
FCF	1 890	3 152	3 789	3 442	3 259	3 631	3 202	3 250	3 156	2 982	3 159
PV FCF	1 811	2 772	3 060	2 551	2 218	2 268	1 836	1 711	1 525	1 323	
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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	42 784
Dług netto	428
Inne korekty	835
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,47

Wycena

(PLN)	**waga**	**cena**
Porównawcza	33%	9,62
DYield-porównawcza	17%	4,90
DCF	50%	7,47
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		**8,28**

PKN Orlen
redukuj (bez zmian)

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

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 (dynamika EBITDA LIFO w 2Q może przekroczyć -30%). Tymczasem koncern jest nadal notowany na wyższym wskaźniku EV/EBITDA'18 (6,6x) w relacji do MOL czy LTS. Jeśli chodzi o fuzję z Lotosem to już stało się jasne, że w najbliższych kwartałach trudno jest 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). Nie można też wykluczyć, że pomysł natrafi na rafy w postępowaniu antymonopolowym. Akwizycje gotówkowe na szczycie wyników (LTS, Unipetrol) oraz ofensywa inwestycyjna zasygnalizowana ostatnim komunikatem dotyczącym petrochemii to niezbyt zachęcający koktajl dla inwestorów w momencie odwrócenia cyklu makro w sektorze. Utrzymujemy rekomendację redukuj. Zwracamy uwagę, że premia w wycenie do konkurencji nie jest uzasadniona, zarówno jeśli chodzi o ekspozycję na makro jak i ostatnie deklaracje Zarządu o chęci finansowania nowego podatku środowiskowego z zysków Spółki.

Cena bieżąca	83,98 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	76,84 PLN	-8,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**redukuj**	**76,84 PLN**	**2018-06-29**

Podstawowe dane			**PKN PW**	**vs. WIG**
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	+2,4%	+5,0%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-20,8%	-9,2%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	62,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	35 919,0	Średni obrót 6M	76,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	44 647,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-14,0%
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	109 725,0	121 513,8	124 760,5
EBITDA	9 642,0	11 078,0	7 432,8	6 675,6	7 436,6
marża EBITDA	12,1%	11,6%	6,8%	5,5%	6,0%
EBIT	7 532,0	8 657,0	4 807,6	3 806,7	4 345,0
Zysk netto	5 261,0	6 655,0	3 586,0	2 924,8	3 195,1
P/E	6,8	5,4	10,0	12,3	11,2
P/BV	1,3	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	4,3	3,6	6,0	6,9	6,1
DPS	2,13	3,00	3,00	2,93	2,39
DYield	2,5%	3,6%	3,6%	3,5%	2,8%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA LIFO	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)	0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA LIFO skor.	**7 668**	**9 581**	**6 741**	**6 484**	**7 388**
rafineria	4 549	4 689	2 352	1 799	2 417
petchem	1 776	3 034	2 289	2 444	2 893
detal	1 832	2 049	2 003	1 968	2 018
upstream	255	293	318	378	392
energetyka	0	129	413	559	347
koszty ogólne	-744	-613	-633	-665	-679
EV/EBITDA LIFO skor.	**5,4**	**4,1**	**6,5**	**7,0**	**6,1**
Efekt LIFO	86	788	607	192	49
Inne zd. jednorazowe	1 888	709	84	0	0
Saldo finansowe	**-645**	**60**	**-381**	**-196**	**-400**
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,3	4,9	2,9	2,2	2,9
detal EBITDA/tonę	224	232	221	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**

Bilans i CF

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
CF operacyjny	**9 331**	**8 050**	**2 959**	**3 963**	**5 630**
CFO/EBITDA LIFO skor.	122%	84%	44%	61%	76%
Capex	**5 033**	**4 039**	**5 063**	**3 950**	**3 650**
Kapitał obrotowy	6 144	7 489	11 122	13 148	14 205
Kapitał własny	26 763	32 197	34 500	36 170	38 341
Dług netto	**3 363**	**761**	**8 729**	**10 167**	**9 611**
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,1	1,2	1,5	1,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	**19P**	**20P**	**18P**	**19P**	**20P**
Minimum	5,4	5,1	5,0	2,0	1,9	1,9
Maksimum	17,5	17,1	21,5	19,2	19,0	19,2
Mediana	9,6	9,3	8,7	5,8	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**	**+**
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	395	343	377	337	337	337	337	337	337	337	336,6
USD/PLN	3,60	3,65	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Przychody	109 725	121 514	124 761	125 474	126 058	126 683	127 319	127 964	128 618	129 283	129 283
EBITDA	7 433	6 676	7 437	7 626	7 588	7 728	7 750	7 756	7 765	7 708	7 708
marża EBITDA	6,8%	5,5%	6,0%	6,1%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT	4 808	3 807	4 345	4 565	4 471	4 574	4 540	4 466	4 370	4 347	4 357
Podatek	913	723	826	867	850	869	863	848	830	826	828
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	-3 633	-2 027	-1 057	-209	-87	-93	-95	-96	-97	-99	-99
FCF	-6 377	-24	1 904	3 200	3 302	3 416	3 443	3 462	3 488	3 433	3 228
PV FCF	-6 155	-22	1 597	2 496	2 392	2 296	2 142	1 994	1 860	1 695	
WACC	7,3%	7,2%	7,3%	7,5%	7,7%	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	33 012
Dług netto	412
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	76,22

Wycena

(PLN)	**waga**	**cena**
Porównawcza	50%	68,35
DCF	50%	76,22
Cena wynikowa		72,28
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**76,84**

Energetyka

CEZ

sprzedaj (podtrzymana)

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

Kolejny miesiąc z rzędu otoczenie makro było dla CEZ sprzyjające, a ceny energii w Niemczech napędzane notowaniami węgla wspięły się na nowe lokalne maksima (prawie 44 EUR/MWh na koniec czerwca). W efekcie kurs Spółki po uwzględnieniu dywidendy zachowywał się lepiej od szerokiego rynku. 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 spadła ze średniej 5% do prawie 2%). 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. Wycenę DCF korygujemy o wypłaconą dywidendę.

Cena bieżąca	550,00 CZK	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	440,96 CZK	-19,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**sprzedaj**	**440,96 CZK**	**2018-07-04**
poprzednia	sprzedaj	458,38 CZK	2018-05-29

Podstawowe dane			**CEZ CP**	**vs. WIG**
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	+4,7%	+7,2%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+18,7%	+30,2%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	195,1 mln CZK	
MC (mld CZK)	295,9	Średni obrót 6M	183,0 mln CZK	
EV (mld CZK)	445,8	EV/EBITDA 12M fwd	8,2	+17,9%
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	20,7	15,8	20,8	19,3	17,2
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA	7,1	7,6	8,3	8,2	7,7
DPS	40,00	33,00	33,00	26,49	28,48
DYield	7,3%	6,0%	6,0%	4,8%	5,2%

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
dystrybucja	20 386	19 067	19 627	20 119	20 534
obrót	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%

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%

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%

Podsumowanie DCF

(mln CZK)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	469 744
Dług netto	157 300
Inne korekty	-57 471
Wycena DCF na akcję (CZK)	473,94

Wycena

(CZK)	waga	cena
Porównawcza	33%	245,07
DYield-porównawcza	17%	594,12
DCF	50%	473,94
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		**440,96**

Enea
kupuj (bez zmian)

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

Czerwiec, mimo mocniejszego odbicia na początku miesiąca, nie zmienił wiele jeśli chodzi o polski sektor energetyczny. Enea jest znów 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 CO_2 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	9,31 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	12,62 PLN	+35,6%

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

Podstawowe dane			**ENA PW**	**vs. WIG**
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	-7,7%	-5,1%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-19,0%	-7,5%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	4,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 109,8	Średni obrót 6M	6,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 264,1	EV/EBITDA 12M fwd	3,8	-25,4%
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	5,2	3,8	4,5	3,5	4,3
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,0	3,9	4,0	3,4	3,8
DPS	0,00	0,28	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	3,0%	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.	**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
dystrybucja	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%

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%

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	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%

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 capex w okresie 2018-25 to zaledwie 20-25%. Taki profil inwestycyjny przy obecnej globalnej awersji do węgla i rosnącym ryzyku drożejącego CO_2 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 zdejmiemy RAB dystrybucji i segment obrotu przy wskaźniku 5,0x EV/EBITDA to zostaje -5 mld PLN przyłożone do działalności wytwórczej spółki, która aktualnie generuje ponad 0,3 mld PLN EBITDA. 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, a ponad połowa potencjalnych roszczeń to efekt ustawy a nie decyzji Energi). Spółka korzysta na dynamicznych wzrostach cen energii i zielonych certyfikatów (wzrost przychodu z OZE 80 mln PLN w skali roku), a rosnące rynkowe stopy procentowe mogą wpłynąć na przyszły zwrot w dystrybucji. Dług netto to zaledwie 1,7x EBITDA, co dobrze obrazuje potencjał dywidendowy w scenariuszu powrotu do wypłat (zapewnienie DYield 10% miałoby marginalny wpływ na DN/EBITDA). Ważne są też deklaracje Prezesa URE na temat braku kar dla dystrybutorów za skutki ekstremalnych zjawisk pogodowych (w negatywnym scenariuszu mogło to obniżyć EBITDA o 4%). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	8,86 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	15,58 PLN	+75,8%

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

Podstawowe dane			**ENG PW**	**vs. WIG**
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	-4,3%	-1,7%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	-30,4%	-18,9%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	6,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 668,6	Średni obrót 6M	8,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 643,0	EV/EBITDA 12M fwd	3,5	-29,0%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9	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	24,3	4,7	4,6	4,4	4,6
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,1	3,6	3,4	3,3	3,4
DPS	0,49	0,19	0,00	0,00	0,00
DYield	5,5%	2,2%	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.	**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
obrót	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
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	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 CO_2). Tymczasem notowania, po krótkim odbiciu, znów 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	9,44 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	13,60 PLN	+44,1%

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

Podstawowe dane			**PGE PW**	**vs. WIG**
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-4,6%	-2,1%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-21,7%	-10,1%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	19,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 650,8	Średni obrót 6M	23,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	26 951,8	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	-21,1%
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	6,9	6,6	5,8	5,6	6,1
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,1	3,4	3,6	3,4	3,2
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,42
DYield	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	4,4%

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.	**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
dystrybucja	2 230	2 333	2 424	2 420	2 484
obrót	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**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%

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	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%

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

Akcje Tauronu jako jedyne z sektora na dłużej oderwały się w czerwcu od swoich minimów, ale trudno obecne poziomy uznać za wymagające pod względem wyceny. Paradoksalnie przy obecnym nadal 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 mocowe 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	2,25 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	2,76 PLN	+22,7%

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

Podstawowe dane			**TPE PW**	**vs. WIG**
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	-2,6%	-0,0%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-26,2%	-14,7%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	11,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 943,2	Średni obrót 6M	15,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 260,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-15,7%
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	10,7	2,9	3,0	3,7	3,5
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,8	3,6	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
obrót	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%

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%

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%

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 (bez zmian)

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

W ciągu miesiąca notowania Netii wzrosły o blisko 5%, były >2% lepsze od szerokiego rynku. Obecny poziom ceny docelowej implikuje blisko 13% potencjał spadkowy, stąd podtrzymujemy negatywne zalecenie inwestycyjne. 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, sądzimy, że cały generowany przez Netię CFO będzie w całości konsumowany na modernizację i rozbudowę sieci. Prognozujemy ujemny FCFE w latach 2018-20. Co więcej, Cyfrowy może być zdeterminowany do przyśpieszonej 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	4,96 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	4,30 PLN	-13,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**redukuj**	**4,30 PLN**	**2018-06-06**

Podstawowe dane			**NET PW**	**vs. WIG**
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	+5,1%	+7,7%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-7,8%	+3,7%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 671,8	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 059,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,8	+23,5%
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	51,3	47,1	45,1	54,5	47,7
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	4,4	5,1	5,8	6,1	6,2
DPS	0,39	0,38	0,00	0,00	0,00
DYield	8,0%	7,7%	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
rozl. międzyop. i hurt.	209	234	228	234	237
inne	183	188	187	191	194
Koszty sprzedaży	294	275	284	285	288
Koszty ogól. 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**

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%

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%

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

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Orange Polska. Notowania telekomu od początku roku spadły o blisko 20%, co naszym zdaniem jest nieuzasadnione. Wyniki za 1Q'18 były zgodne z oczekiwaniami. Z pominięciem wpływu wprowadzenia standardu IFRS15, zysk EBITDA była stabilny R/R. Tempo pozyskiwania abonentów sieci FTTH (tj. +34 tys.) w 1Q'18 było relatywnie wysokie. Przychody z usług konwergentych wzrosły R/R o 38%. Zarząd podtrzymał cele na cały rok. Przypominamy także, że 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'18 = 4,2x, z dwucyfrowym dyskontem do telekomów CEE. Spółka jest w fazie capexowej za co należy jej się dyskonto, z drugiej strony jest obecnie bardzo dobrze przygotowana na materialny wzrost zużycia danych w sieci (najlepiej z polskiego rynku telko). Transakcja zakupu Netii na polskim rynku czy sprzedaż niektórych aktywów przez Liberty Global do Vodafone uwiarygodniła też strategię konwergentną Orange, co powinno poprawić sentyment do spółki.

Cena bieżąca	4,62 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	7,60 PLN	+64,5%

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

Podstawowe dane			**OPL PW**	**vs. WIG**
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	-8,2%	-5,6%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	-20,2%	-8,7%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M		7,8 mln PLN
MC (mln PLN)	6 061,4	Średni obrót 6M		10,1 mln PLN
EV (mln PLN)	12 928,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	-8,8%
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	-	-	20,2	11,1	7,7
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	4,1	4,5	4,2	3,8	3,4
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	5,4%	0,0%	0,0%	0,0%	5,4%

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 usł. głosowe (tys.)	3 932	3 684	3 157	2 725	2 286
Przychody	**11 538**	**11 381**	**11 297**	**11 359**	**11 530**
telefonia komórkowa	6 324	6 141	6 093	6 105	6 136
telefonia 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**

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%

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%

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
redukuj (bez zmian)

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

Mamy negatywne nastawienie do Play. W ciągu ostatnich 3 miesięcy notowania Play uległy obniżeniu o 16,1% i były gorsze od szerokiego rynku o ponad 11%. W tym okresie słabe wyniki za 1Q'18 potwierdziły tezy z naszego styczniowego raportu analitycznego: (1) Play z pozycją lidera (udział w rynku mobilnym 28,8%) nie jest w stanie podtrzymać tempa wzrostu bazy abonenckiej przy zachowaniu stabilnych cen i kosztów akwizycji klienta, (2) ze względu na istotny wzrost zużycia danych (dane mobilne +45% R/R ogółem w 1Q'18) Spółka nie dotrzyma obietnic z IPO dot. spadku kosztów roamingu krajowego. Podkreślamy także, że (3) wyniki za 2Q'18 przyniosą kolejne rozczarowanie (>-10% na linii EBITDA R/R), a (4) szanse na przejęcie Play przez UPC są relatywnie niskie. W dodatku Play ma (5) bardziej ryzykowny profil inwestycyjny (zalewarowanie >3,0x EBITDA przy dużo niższej bazie aktywów vs. konkurencja) i (6) jest w słabszej pozycji rynkowej do Orange Polska i Cyfrowego Polsatu z ofertami łączonymi fixed + mobile, co w długim terminie będzie powodować presję cenową. (7) Spodziewamy się także cięcia dywidendy od 2019 r. Premia rzędu 6% premią do telekomów CEE i 30% do telekomów zachodnioeuropejskich na wskaźniku EV/EBITDA'18 jest naszym zdaniem nieuzasadniona.

Cena bieżąca	24,60 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	23,50 PLN	-4,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**redukuj**	**23,50 PLN**	**2018-07-03**

Podstawowe dane			**PLY PW**	**vs. WIG**
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	+0,9%	+3,5%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	-21,3%	-9,7%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	7,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 241,0	Średni obrót 6M	10,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 008,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	-12,9%
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	6 809	6 992	7 140
EBITDA	1 924	1 904	2 144	2 200	2 255
marża EBITDA	31,5%	28,5%	31,5%	31,5%	31,6%
EBIT	1 290	1 107	1 363	1 328	1 346
Zysk netto	712	387	775	758	804
P/E	8,8	16,1	8,0	8,2	7,8
P/BV	4,6	-	-	41,2	15,2
EV/EBITDA	5,9	6,8	6,1	5,9	5,7
DPS	0,00	1,45	2,56	2,05	2,15
DYield	0,0%	5,9%	10,4%	8,3%	8,7%

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
Aktywni klienci (tys.)	12 011	12 394	12 412	12 529	12 612
ARPU (PLN)	31,4	32,0	32,9	33,5	34,0
Przychody	**6 118**	**6 670**	**6 809**	**6 992**	**7 140**
przychody z usług	4 493	4 878	5 054	5 190	5 312
obrót sprzętem	1 625	1 792	1 754	1 802	1 829
Koszty	**4 193**	**4 766**	**4 664**	**4 792**	**4 886**
interkonekt	1 496	1 729	1 943	1 971	1 972
koszty kontraktów	399	429	430	437	448
sprzęt	1 366	1 410	1 413	1 468	1 502
koszty osobowe	228	526	272	284	292
usługi obce	567	606	517	556	588
pozostałe	138	65	89	76	83
EBITDA skoryg.	**2 035**	**2 298**	**2 176**	**2 230**	**2 285**
marża	33,3%	34,4%	32,0%	31,9%	32,0%
Zysk netto	**712**	**387**	**775**	**758**	**804**

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	**1 588**	**1 389**	**1 841**	**1 891**	**1 960**
CFO/EBITDA skor.	78%	60%	85%	85%	86%
Capex	**-2 316**	**-650**	**-732**	**-756**	**-738**
Aktywa ogółem	8 747	8 831	8 639	8 722	8 810
Kapitał własny	1 343	-213	-87	152	411
Dług netto	**5 111**	**6 710**	**6 768**	**6 691**	**6 541**
Dług netto/EBITDA (x)	2,5	2,9	3,1	3,0	2,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	8,0	6,9	6,2	3,9	3,8	3,5
Maksimum	305,3	42,8	41,1	9,3	8,2	8,3
Mediana	13,9	12,2	11,1	5,5	5,3	5,0
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	6 809	6 992	7 140	7 246	7 325	7 387	7 438	7 481	7 519	7 553	7 553
EBITDA	2 144	2 200	2 255	2 287	2 296	2 328	2 330	2 332	2 331	2 330	2 330
marża EBITDA	32,1%	32,3%	32,2%	32,0%	31,7%	31,8%	31,5%	31,4%	31,2%	31,0%	31,0%
Amortyzacja	782	871	909	930	1 033	980	986	971	929	889	889
EBIT	1 363	1 328	1 346	1 356	1 263	1 349	1 344	1 362	1 403	1 441	1 441
Podatek	259	252	256	258	240	256	255	259	267	274	274
NOPLAT	**1 104**	**1 076**	**1 090**	**1 099**	**1 023**	**1 092**	**1 088**	**1 103**	**1 136**	**1 167**	**1 167**
CAPEX	-732	-756	-738	-1 662	-586	-1 057	-888	-599	-602	-604	-604
Kapitał obr. + inne	-315	-347	-351	-325	-299	-306	-307	-309	-308	-308	-308
FCF	**838**	**845**	**910**	**42**	**1 172**	**709**	**879**	**1 166**	**1 156**	**1 144**	**1 144**
PV FCF	810	761	764	33	857	484	560	692	639	588	
WACC	7,2%	7,2%	7,3%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%	7,4%	7,5%	7,5%
Dług netto / EV	51,7%	51,5%	50,9%	53,5%	52,1%	52,2%	51,7%	50,1%	48,4%	46,7%	46,7%
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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,3
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	14 041
Dług netto	7 362
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	26,33

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	17,44
DCF	50%	26,33
Cena wynikowa		21,84
Koszt kapitału 9M		7,6%
Cena docelowa za 9M		**23,50**

Agora
kupuj (bez zmian)

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

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Agory. Spółka jest obecnie notowana na EV/EBITDA'18 = 4,3x, z >30% dyskontem do spółek porównywalnych. Zwracamy uwagę na dobrą koniunkturę na rynku reklamowym, która będzie korzystnie przekładać się na wyniki spółki. Agora przedstawiła w poł. czerwca'18 strategię na lata 2018-2022. Strategię można podzielić na dwa obszary: obecne biznesy i nowe przedsięwzięcia. W pierwszym obszarze strategia jest „ewolucyjna", Agora stawia na swoje najmocniejsze segmenty i chce wydać do 430 mln PLN na inwestycje głównie w sieć kin Helios oraz AMS. Z kolei w zakresie nowych biznesów, spodziewamy się akwizycji w nowym obszarze usług B2B dla e-commerce. Do pomysłu podchodzimy z rezerwą, Agora nie dostarczyła de facto danych do oceny projektu. Zakładamy, że spółka chce kupić działający już biznes, nie tracąc czasu na restrukturyzację. Nasze podejście będzie zależeć od wyceny takiego biznesu i jego perspektyw wzrostu. Rozwój w ramach rozrywki i gastronomii to dobry kierunek, zwłaszcza w kontekście silnego konsumenta w Polsce. Zwracamy uwagę, że Agora będzie finansować do 930 mln nakładów w latach 2018-22 z środków własnych i finansowania zewnętrznego (dług netto/ EBITDA będzie oscylować wokół 2,5-3,0x, docelowo ok. 2,0x) - to dobra wiadomość dla inwestorów z/w na bardziej efektywne wykorzystanie dostępnych możliwości finansowania (spółka nie jest dzisiaj zadłużona). Agora nie zrezygnuje w czasie intensywnego CAPEXu z dywidendy, co także zasługuje na pochwałę.

Cena bieżąca	12,70 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	18,40 PLN	+44,9%

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

Podstawowe dane			**AGO PW**	**vs. WIG**
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	-18,1%	-15,5%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	-12,0%	-0,5%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	591,6	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	562,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,6	-12,9%
Free float	62,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 198	1 165	1 191	1 227	1 252
EBITDA	115	30	130	121	122
marża EBITDA	9,6%	2,6%	10,9%	9,9%	9,8%
EBIT	17	-73	39	34	40
Zysk netto	-17	-84	25	23	28
P/E	-	-	24,1	26,2	21,4
P/BV	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	5,5	20,5	4,3	4,5	4,4
DPS	0,75	0,46	0,50	0,75	1,00
DYield	5,9%	3,6%	3,9%	5,9%	7,9%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
rozpowsz. GW (tys.)	161	124	112	108	107
sprzed. bilety do kin (mln)	10,8	12,2	13,2	13,9	14,1
ATP (PLN)	18,1	18,4	19,0	19,3	19,7
RPH (PLN)	6,7	6,8	6,9	7,0	7,2
Przychody	**1 198**	**1 165**	**1 191**	**1 227**	**1 252**
prasa	268	236	231	230	231
film i książka	364	416	454	483	497
reklama zewnętrzna	168	163	164	168	172
internet	168	169	165	167	171
radio	113	114	123	126	130
druk	156	102	89	88	87
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**

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%

Model DCF

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Cyfrowy Polsat
akumuluj (bez zmian)

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

Po transakcji sprzedaży części akcji Sensor Oversears, kurs Cyfrowego Polsatu istotnie spadł. CPS jest notowany obecnie na EV/EBITDA'18 = 7,1x. Sądzimy, że obecny poziom notowań jest atrakcyjny. Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście. Głównym argumentem wspierającym inwestycje w Cyfrowy Polsat jest wysoka generacja gotówki. Zakładając wypracowanie 1,49/1,66 mld PLN w 2018/19 r. FCFE Yield wynosi 10,2%/11,4%. Dodatkowo, po przejęciu kontroli nad Netią CPS zwiększył pojemność swojej sieci, co jest ważne w warunkach rosnącego w tempie >50% R/R zużycia danych per użytkownik w sieciach mobilnych. Pozytywnie podchodzimy także do szybkiego wyjścia na rynek z ofertą konwergentną „fixed + mobile" już od poł. czerwca'18. Ruch powinien wyciszyć odpływ klientów Netii w dużych miastach, gdzie CPS ma ciągle ok. 1/3 użytkowników. Elementem wyróżniającym CPS na rynku ma być oferta unikalnego kontentu sportowego. Po nabyciu praw do Ligii Mistrzów i przejęciu Eleven Sports, Cyfrowy ma strategiczną przewagę nad swoimi konkurentami na tym polu. Zwracamy także uwagę na dobrą koniunkturę na rynku reklamy TV, co powinno wspierać wyniki finansowe telekomu.

Cena bieżąca	23,18 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	24,90 PLN	+7,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**akumuluj**	**24,90 PLN**	**2018-06-15**

Podstawowe dane			**CPS PW**	**vs. WIG**
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	-6,6%	-4,0%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	-6,8%	+4,8%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	24,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 824,6	Średni obrót 6M	14,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	25 873,7	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	-10,6%
Free float	33,5%	EV/EBITDA 5Y avg	7,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody	9 730	9 829	10 776	11 509	11 653
EBITDA	3 641	3 617	3 655	3 912	3 975
marża EBITDA	37,4%	36,8%	33,9%	34,0%	34,1%
EBIT	1 669	1 834	1 758	1 993	2 140
Zysk netto	1 041	981	1 095	1 290	1 439
P/E	14,2	15,1	13,5	11,5	10,3
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	7,2	7,0	7,1	6,2	5,8
DPS	0,00	0,32	0,00	0,32	0,50
DYield	0,0%	1,4%	0,0%	1,4%	2,2%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne*

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody	**9 730**	**9 829**	**10 110**	**10 255**	**10 394**
detaliczne od klinetów	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
dystrybucja 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	11 311	11 509	11 653	11 795	11 952	12 120	12 300	12 492	12 695	12 911	12 911
EBITDA	3 791	3 912	3 975	4 031	4 075	4 122	4 165	4 213	4 267	4 326	4 326
marża EBITDA	33,5%	34,0%	34,1%	34,2%	34,1%	34,0%	33,9%	33,7%	33,6%	33,5%	33,5%
Amortyzacja	2 010	1 919	1 835	1 739	1 652	1 590	1 557	1 540	1 490	1 487	1 487
EBIT	1 781	1 993	2 140	2 292	2 423	2 533	2 607	2 673	2 777	2 839	2 839
Podatek	338	379	407	435	460	481	495	508	528	539	539
NOPLAT	**1 443**	**1 615**	**1 734**	**1 856**	**1 963**	**2 051**	**2 112**	**2 165**	**2 249**	**2 300**	**2 300**
CAPEX	-1 561	-1 414	-1 427	-1 908	-1 383	-3 056	-1 420	-1 861	-1 984	-1 487	-1 487
Kapitał obrotowy	-225	-146	-114	-94	-84	-83	-83	-82	-98	-104	-104
FCF	**1 667**	**1 973**	**2 027**	**1 593**	**2 148**	**502**	**2 166**	**1 763**	**1 657**	**2 196**	**2 196**
PV FCF	1 613	1 789	1 721	1 264	1 591	347	1 401	1 065	935	1 155	
WACC	6,8%	6,7%	6,9%	7,0%	7,1%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%
Dług netto / EV	41,4%	37,7%	33,7%	31,8%	28,2%	31,4%	29,5%	29,1%	29,1%	27,5%	27,5%
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	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	29 007
Dług netto	11 604
Inne korekty	797
Wycena DCF na akcję (PLN)	25,96

Wycena

(PLN)	**waga**	**cena**
Porównawcza	50%	20,91
DCF	50%	25,96
Cena wynikowa		23,41
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**24,90**

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

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Wirtualnej Polski. Poziom notowań akcji spółki od wydania naszej pozytywnej rekomendacji w listopadzie'17 wzrósł o >15%. 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	50,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	60,00 PLN	+20,0%

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

Podstawowe dane			**WPL PW**	**vs. WIG**
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	-8,4%	-5,8%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+3,1%	+14,6%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 488,8	Średni obrót 6M	1,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 721,5	EV/EBITDA 12M fwd	9,9	-6,6%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,6	dyskonto

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	26,2	32,9	19,6	16,8	14,9
P/BV	3,6	3,5	3,2	3,0	2,8
EV/EBITDA	13,6	12,9	10,7	9,0	8,0
DPS	0,00	1,10	0,96	1,61	2,15
DYield	0,0%	2,2%	1,9%	3,2%	4,3%

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	**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%
Zdyskontowana wartość FCF	1 831
Dług netto	206
Inne korekty	19
Wycena DCF na akcję (PLN)	55,84

Wycena

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

Asseco Poland
trzymaj (bez zmian)

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

Podtrzymujemy neutralne nastawienie do Asseco Poland. Spółka jest obecnie wyceniana na P/E'18/19 = 14,1/14,8x, z blisko 16%/4% dyskontem do zagranicznych spółek IT. Z jednej strony Asseco Poland zaraportowało dobre wyniki za 1Q'18, a odbicie w obszarze bankowości oraz zamówienia na rozwój od ZUS z 1Q'18 powinny być widoczne w wynikach matki także w 2Q'18. Z drugiej strony 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	41,54 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	41,20 PLN	-0,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**trzymaj**	**41,20 PLN**	**2018-06-06**

Podstawowe dane			**ACP PW**	**vs. WIG**
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	-9,5%	-6,9%
ISIN	PLSOFTB00016	Zmiana YTD	+1,4%	+12,9%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	10,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 447,8	Średni obrót 6M	6,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,3	-14,6%
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	11,4	7,4	14,1	14,8	14,3
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/S	0,43	0,44	0,39	0,38	0,37
DPS	3,01	3,01	3,01	2,00	2,00
DYield	7,2%	7,2%	7,2%	4,8%	4,8%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Bilans i CF

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

*bez uwzględniania sprzedaży 20% Formula Systems i dekonsolidacji grupy

Analiza porównawcza

	P/E		
	18P	**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
sprzedaj (bez zmian)

Piotr Bogusz +48 22 438 24 08 piotr.bogusz@mbank.pl

Zgodnie ze spekulacjami rynkowymi spółka opublikowała zwiastun gry Cyberpunk 2077 podczas tegorocznych targów E3 w Los Angeles. Dodatkowo podczas zamkniętych pokazów prezentowany był fragment rozgrywki najnowszej produkcji studia. Zaprezentowane materiały postały pozytywnie odebrane przez specjalistów branżowych oraz graczy. W udzielonych wywiadach Zarząd zaznacza, że przed studiem jeszcze wiele pracy związanej produkcja gry. W naszych szacunkach zakładamy, że premiera C2077 będzie miała miejsce w 2019 roku. W 2018 roku spółka będzie koncentrowała się również na oficjalnej premierze gry Gwint oraz wydaniu jednoosobowej kampanii do gry. Na wynikach za 1Q'18 Zarząd CD Projekt zapowiedział gruntowną przebudowę w grze Gwint (Gwint: Homecomming), która na stopniowo następować w 2018 roku. Na taką decyzję mogły wpłynąć wyniki sprzedażowe produkcji (według naszych szacunków gra wygenerowała relatywnie niską sprzedaż na poziomie 3,4 mln PLN w 1Q'18). Jednocześnie Zarząd CDR zapowiedział premierę pierwszej kampanii jednoosobowej do gry Gwint na 4Q'18. Niewątpliwie najważniejszymi wydarzeniami dla zachowania się kursu spółki kolejnych miesiącach będą kolejne informacje dotyczące gry C22077. Niemniej jednak po istotnym wzroście kursu, który dyskontował pojawienie się materiałów z C2077 na E3 może się pojawić realizacja zysku.

Cena bieżąca	162,80 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	90,80 PLN	-44,2%

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

Podstawowe dane			**CDR PW**	**vs. WIG**
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+8,9%	+11,5%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+67,8%	+79,4%
Liczba akcji (mln)	95,2	Średni obrót 1M	57,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 500,7	Średni obrót 6M	35,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	15 393,2	EV/EBITDA 12M fwd	22,3	+8,5%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	20,5	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	61,9	76,0	78,4	23,5	24,2
P/BV	20,0	17,6	14,3	8,9	6,5
EV/EBITDA	49,6	61,8	62,1	18,1	18,1
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 inw.	**-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%

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%

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	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%	-

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

Notowania Comarchu umocniły się o >3% w ciągu ostatniego miesiąca i były lepsze o blisko 3% od szerokiego rynku. Pomimo tego podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki. Przypominamy, że wyniki za 1Q'18 były powyżej oczekiwań. Zaskoczenie wynikało z większych przychodów. Wyniosły one 272 mln PLN, tj. +6,4% więcej R/R. Odnotowano wzrost zarówno na rynkach zagranicznych (jest efektem znaczącej poprawy sytuacji w sektorze TMT), jak i w Polsce. Comarch odnotował dość wysoki poziom rentowności brutto ze sprzedaży. (20,8% vs. 19,2% oczekiwania i 21,6% rok wcześniej). Koszty SG&A były pod kontrolą. Spodziewamy się, że katalizatorem do wzrostów będą mocne wyniki spółki za 2Q'18. Zakładamy, że spółka rozpozna efekty dużych kontraktów publicznych (utrzymanie KSI z ZUS i rejestracja rozpraw z Ministerstwem Sprawiedliwości). W czerwcu Comarch uchwalił dywidendę rzędu 1,50 PLN na akcję – zgodnie z naszymi oczekiwaniami.

Cena bieżąca	154,50 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	166,50 PLN	+7,8%

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

Podstawowe dane			**CMR PW**	**vs. WIG**
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	+3,0%	+5,6%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	-18,7%	-7,2%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 256,6	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 261,8	EV/EBITDA 12M fwd	7,0	-2,6%
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	17,9	29,2	22,2	16,4	15,0
P/BV	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4
EV/EBITDA	7,0	13,1	8,8	7,6	7,3
DPS	0,00	1,50	1,50	10,00	10,00
DYield	0,0%	1,0%	1,0%	6,5%	6,5%

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	**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**

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%

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%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Przemysł, metale

Famur

kupuj (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 VI'18 były pod presją zaproponowanych przez głównego akcjonariusza zmian do statusu spółki, które zwiększałyby jego prawa jako inwestora strategicznego. To jednocześnie rynek zinterpretował jako ryzyko podaży akcji ze strony głównego właściciela. Naszym zdaniem notowania mogą odbić w kolejnych miesiącach wraz za poprawą wyników finansowych. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację (kupuj) oraz cenę docelową (6,95 PLN/akcja) dla Grupy Famur.

Cena bieżąca	5,14 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	6,95 PLN	+35,2%

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

Podstawowe dane			**FMF PW**	**vs. WIG**
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	-16,3%	-13,7%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-17,1%	-5,6%
Liczba akcji (mln)	574,7	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 954,0	Średni obrót 6M	1,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 143,2	EV/EBITDA 12M fwd	6,5	+10,1%
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	26,7	59,3	14,7	11,5	10,1
P/BV	2,5	2,0	1,8	1,6	1,5
EV/EBITDA	9,9	10,0	7,2	6,1	5,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,12	0,31
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%	6,0%
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%

Bilans

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

Analiza porównawcza

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

Model DCF

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Grupa Kęty
trzymaj (bez zmian)

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

Grupa Kęty wyraźnie wyróżnia się na tle polskich spółek przemysłowych pod względem elastyczności w przenoszeniu rosnących kosztów produkcji na swoich klientów. Dobre otoczenie w zakresie budowy nowych domów i mieszkań oraz projektów komercyjnych wspiera popyt na systemy aluminiowe. Z kolei wyraźnie rosnące PMI w przemyśle dają szansę na wzrost sprzedaży profili aluminiowych. Naszym zdaniem w 2018 roku Grupa Kęty ma potencjał do wypracowania ponad 3 mld PLN obrotów, przy EBITDA na poziomie 467 mln PLN i zysku netto 274 mln PLN. W krótkim terminie nad sentymentem wokół spółek przetwarzających aluminium ciążą 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. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Kęty, a cenę docelową pozostawiamy bez zmian 371,08 PLN/akcja.

Cena bieżąca	321,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	371,08 PLN	+15,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**trzymaj**	**371,08 PLN**	**2018-06-06**

Podstawowe dane			**KTY PW**	**vs. WIG**
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	-9,1%	-6,6%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	-20,3%	-8,8%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M		1,9 mln PLN
MC (mln PLN)	3 049,5	Średni obrót 6M		1,4 mln PLN
EV (mln PLN)	3 795,3	EV/EBITDA 12M fwd	8,3	-11,0%
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	11,0	12,9	11,1	11,3	11,0
P/BV	2,2	2,2	2,2	2,1	2,0
EV/EBITDA	8,7	8,6	8,1	8,0	7,8
DPS	18,00	30,00	23,90	23,00	22,70
DYield	5,6%	9,3%	7,4%	7,2%	7,1%

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 producencka (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Użyte aluminium (tys. t)	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA SOG	104	123	153	161	165
EBITDA SWW	139	145	152	155	158
EBITDA SSA	160	182	198	191	194
EBITDA pozostałe	-10	-18	-18	-19	-19
EBITDA/użyte aluminium	5	4	4	4	4
Przepływy oper.	**315**	**276**	**295**	**410**	**388**
Amortyzacja	112	120	122	122	123
Kapitał obrotowy	-51	-91	-97	-2	-30
Przepływy inw.	**-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%

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%

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%

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 koksowego do Chin odbiły w IV'18 q/q. 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 ograniczeń ze względu na ochronę środowiska) przekłada się na spadek zapasów koksu w chińskich portach i zwiększa popyt na węgiel koksowy z importu. To w połączeniu z problemami w transporcie kolejowym węgla w Australii i Kanadzie powinno przekładać się na utrzymanie wysokich cen węgla koksowego (nasze prognozy 185 USD/t w 2H'18). W przypadku JSW Spółka notowana jest obecnie z ponad 30% dyskontem do Grupy porównawczej. Liczymy, że wzrost produkcji węgla koksowego w Grupie JSW w kolejnych kwartałach będzie kontynuowany (wypadek w KW Zofiówka nie wpłynie materialnie znacząco na wydobycie w 2Q). Porozumienie ze związkami zawodowymi na temat wzrostu płac niweluje ryzyko przerw produkcyjnych w 2H'18. 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 koksowym. Grupa JSW jest największym na GPW beneficjentem obserwowanego osłabienia PLN do USD na GPW. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy JSW, a cenę docelową korygujemy o ogłoszone podwyżki płac i aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej do 107,00 (wcześniej 115,23 PLN/akcja).

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	77,50 PLN	
Cena docelowa	107,00 PLN	+38,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**107,00 PLN**	**2018-07-04**
poprzednia	kupuj	115,23 PLN	2018-06-06

Podstawowe dane			**JSW PW**	**vs. WIG**
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	-7,6%	-5,0%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-19,5%	-8,0%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	13,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 099,4	Średni obrót 6M	21,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 631,1	EV/EBITDA 12M fwd	2,3	-39,3%
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	8 998
EBITDA skor.	1 055	3 509	3 482	2 889	2 403
marża EBITDA	15,7%	39,5%	36,3%	31,1%	26,7%
EBIT skor.	216	2 684	2 659	1 953	1 310
Zysk netto skor.	-2	2 189	2 155	1 591	1 074
P/E skor.	-	4,2	4,2	5,7	8,5
P/BV	2,3	1,4	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA skor.	9,2	2,2	2,2	2,6	3,2
DPS	0,00	0,00	0,00	7,51	6,77
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	9,7%	8,7%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA (skor.)	-2,6%	-2,8%	-3,4%
Zysk netto (skor.)	-3,4%	-4,0%	-6,0%
Węgiel koksowy (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Koks (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Prod. węgla (tys. t)	0,0%	0,0%	0,0%
Prod. w. koks. (tys. t)	0,0%	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**	**3 003**	**2 396**	**2 027**
Amortyzacja	839	825	823	936	1 093
Kapitał obrotowy	-349	-76	-14	-98	-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**	**-866**	**-774**
Dywidenda/buyback	0	0	0	-882	-795
FCF	289	2 129	1 449	1 066	525
FCF/EBITDA skor.	27%	61%	42%	37%	22%
CFO/EBITDA skor.	85%	82%	86%	83%	84%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	11 520	12 090	13 029	13 667	13 870
Aktywa trwałe	9 097	8 118	8 804	9 236	9 738
Kapitał własny	4 003	6 389	8 595	9 303	9 582
Udział mniejszości	67	232	232	232	232
Dług netto	513	-1 641	-1 701	-1 881	-1 584
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	4,1	5,0	5,8	2,2	2,0	1,8
Maksimum	29,4	25,1	48,2	8,3	8,5	8,6
Mediana	8,2	8,9	8,9	4,6	4,8	4,7
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
W. koksowy (USD/t)	191	180	170	170	170	170	170	170	170	170	170
W. energet. (PLN/t)	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	3 545	2 889	2 403	2 414	2 424	2 450	2 484	2 469	2 422	2 370	2 306
marża EBITDA	37,0%	31,1%	26,7%	26,2%	25,8%	25,5%	25,4%	25,0%	24,3%	23,5%	22,9%
EBIT	2 722	1 953	1 310	1 165	1 020	1 044	1 075	1 057	1 006	952	884
Podatek	518	374	253	225	198	203	209	206	196	186	173
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	-14	-98	-74	6	6	27	27	10	5	4	-4
FCF	1 449	1 066	525	725	812	854	882	853	810	768	707
PV FCF	1 401	950	431	549	567	549	523	466	408	356	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	6 199
Dług netto	-1 641
Inne korekty	232
Wycena DCF na akcję (PLN)	97,64

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	103,66
DCF	50%	97,64
Cena wynikowa		100,65
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**107,00**

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 ponad 33% prognozowanych przez nas zbiorów w sezonie 2017/2018 jest zabezpieczonych po wysokich w ostatnich dwóch miesiącach cenach. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację (trzymaj) oraz cenę docelową (53,04 PLN/akcja) dla Grupy Kernel.

Cena bieżąca	48,35 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	53,04 PLN	+9,7%

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

Podstawowe dane			**KER PW**	**vs. WIG**
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-7,9%	-5,3%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	+2,3%	+13,8%
Liczba akcji (mln)	82,4	Średni obrót 1M	2,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 984,4	Średni obrót 6M	2,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 081,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	+25,7%
Free float	59,8%	EV/EBITDA 5Y avg	4,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln USD)	15/16	16/17	17/18P	18/19P	19/20P
Przychody	1 989	2 169	2 565	2 919	3 277
EBITDA	347	319	236	338	412
marża EBITDA	17,5%	14,7%	9,2%	11,6%	12,6%
EBIT	287	265	183	283	353
Zysk netto	225	179	107	203	269
P/E	4,6	5,9	9,9	5,2	3,9
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	3,8	4,9	6,8	4,6	3,5
DPS	0,25	0,24	0,25	0,39	0,99
DYield	1,9%	1,9%	1,9%	3,0%	7,7%
Zmiana prognoz			**17/18P**	**18/19P**	**19/20P**
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża olej (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Pszenica (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Kukurydza (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
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 przeładunek	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%

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%

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%

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 (bez zmian)

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. W pierwszej połowie VI'18 po osłabieniu PLN do USD ceny miedzi powiększone o premie producencką w PLN powróciły do poziomu ponad 26 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 30% lukę do nadrobienia w stosunku do zmian cen metali. To implikowałoby, że notowania akcji KGHM powinny powracać do poziomu 120 PLN. W krótkim terminie ryzykiem dla KGHM jest wysoka liczba otwartych pozycji przez inwestorów spekulacyjnych na miedzi. Jeżeli strajk w Escondida nie doszedłby do skutku, to zamykanie pozycji spowodowałoby spadki cen metalu. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy KGHM, a cenę docelową pozostawiamy bez zmian na poziomie 112,92 PLN/ akcja.

Cena bieżąca	90,44 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	112,92 PLN	+24,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**112,92 PLN**	**2018-06-06**

Podstawowe dane			**KGH PW**	**vs. WIG**
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+2,6%	+5,2%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	-18,7%	-7,1%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	51,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	18 088,0	Średni obrót 6M	60,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	22 335,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	-18,3%
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.	11,6	9,6	7,4	5,8	5,8
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA skor.	5,5	4,3	4,4	3,3	3,0
DPS	1,50	1,00	0,00	3,04	5,43
DYield	1,7%	1,1%	0,0%	3,4%	6,0%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Miedź (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Srebro (USD/oz)			0,0%	0,0%	0,0%
Molibden (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. miedź (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. srebro (ton)			0,0%	0,0%	0,0%
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%

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%

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%

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 (podtrzymana)

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

Zimne temperatury w III'18 negatywnie przełożyły się na sprzedaż architektury ogrodowej w 1Q'18 (-11% r/r). W efekcie cały sezon rozpoczął się z około 1-2 miesięcznym opóźnieniem. Mimo poprawy efektywności w zakładzie w Grudziądzu i oszczędności z przeniesienia produkcji z Wielkiej Brytanii do Polski niższa sprzedaż w 1Q'18 (2Q'18) spowodowała, że ostatecznie nie udało się poprawić wyników finansowych (w ujęciu r/r). Dodatkowo negatywnie na wyniki wpływ miała umacniająca się w tym okresie PLN do EUR i GBP. W kolejnym kwartale naszym zdaniem Stelmet zanotuje wyższe (+6,4% r/r) wolumeny sprzedaży architektury ogrodowej, a obserwowane osłabienie PLN do EUR i GBP pozwoli na poprawę wyniku EBITDA Grupy (nasza prognoza +5% r/r). Niestety z uwagi na niższe wolumeny sprzedaży w 1Q'18 naszym zdaniem w całym sezonie 2017/2018 Stelmetowi trudno będzie r/r zwiększyć sprzedaż architektury ogrodowej. Dodatkowo przy aktualizacji prognoz uwzględniamy wyższy o około 50 osób poziom zatrudnienia w polskich zakładach (ponad 3 mln PLN kosztów w roku; spółka zwiększy zatrudnienie, mimo porównywalnego w całym roku wolumenu sprzedaży). Obniżamy naszą prognozę wolumenu sprzedaży architektury ogrodowej w całym roku o 7,8%. W efekcie nasza prognoza wyniku EBITDA spada z 84 mln PLN do 62 mln PLN. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację (kupuj), a cenę docelową obniżamy do poziomu 20,24 PLN/akcja (wcześniej 26,48 PLN/akcja).

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	10,70 PLN	
Cena docelowa	20,24 PLN	+89,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**20,24 PLN**	**2018-07-04**
poprzednia	kupuj	26,48 PLN	2018-05-09

Podstawowe dane			**STL PW**	**vs. WIG**
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	-24,4%	-21,8%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	-25,7%	-14,2%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	314,2	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	472,9	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	544	635	686
EBITDA	82	58	62	91	102
marża EBITDA	14,5%	10,7%	11,5%	14,3%	14,9%
EBIT	62	21	21	50	61
Zysk netto	68	19	22	47	58
P/E	4,4	16,2	14,5	6,7	5,4
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	6,2	8,6	7,6	4,7	3,8
DPS	0,29	0,00	0,00	0,37	0,96
DYield	2,7%	0,0%	0,0%	3,4%	8,9%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA			-26,0%	-13,9%	-13,0%
Zysk netto			-48,3%	-22,9%	-20,0%
DAO (PLN/m3)			-1,6%	-2,2%	-2,2%
DAO vol (tys. m3)			-7,8%	-2,1%	-2,0%
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	21	22	23
Sprzedaż DAO (UK)	210	158	157	175	187
Sprzedaż DAO (FR)	118	120	117	123	129
Sprzedaż DAO (DE)	94	101	101	110	116
Sprzedaż Pellet	57	68	80	86	89
Przepływy oper.	**114**	**39**	**66**	**75**	**93**
Amortyzacja	21	37	42	41	41
Kapitał obrotowy	40	-2	-1	-16	-9
Przepływy inw.	**-186**	**-62**	**-39**	**-16**	**-18**
CAPEX	185	62	39	16	18
Przepływy fin.	**62**	**76**	**-4**	**-15**	**-32**
Dywidenda/buyback	-8	0	0	-11	-28
FCF	-66	-11	27	59	76
FCF/EBITDA	-80%	-18%	43%	65%	74%
CFO/EBITDA	138%	68%	106%	83%	91%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	751	821	844	896	935
Aktywa trwałe	534	554	552	527	504
Kapitał własny	390	454	475	511	541
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	214	182	159	114	70
Dług netto/EBITDA (x)	2,6	3,2	2,5	1,3	0,7
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	7,7	7,6	7,3	4,2	4,3	3,1
Maksimum	52,3	51,1	86,3	21,0	20,9	18,3
Mediana	15,6	12,2	11,5	7,0	6,3	5,6
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
DAO (PLN/m3)	1 868	1 888	1 906	1 925	1 944	1 962	1 979	1 996	2 013	2 031	2 048
DAO vol (tys. m3)	235	274	294	315	335	355	360	365	365	366	366
Drewno (PLN/m3)	255	259	264	269	274	280	285	291	297	303	309
Przychody	544	635	686	737	790	842	862	882	891	899	908
EBITDA	62	91	102	114	126	137	136	134	128	122	116
marża EBITDA	11,5%	14,3%	14,9%	15,5%	15,9%	16,2%	15,7%	15,2%	14,4%	13,6%	12,7%
EBIT	21	50	61	72	83	93	91	89	83	76	69
Podatek	-4,6	-0,8	-0,3	1,1	2,8	4,1	3,1	1,9	-1,9	13,9	12,6
CAPEX	-39	-16	-18	-27	-30	-32	-35	-38	-41	-46	-46
Kapitał obrotowy	-0,9	-16,1	-9,0	-9,1	-9,4	-9,4	-3,5	-3,6	-1,5	-1,6	-1,6
FCF	27	59	76	77	84	91	94	91	88	62	57
PV FCF	26	54	64	60	59	59	57	50	45	29	
WACC	7,9%	7,7%	8,0%	8,2%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	503
Dług netto	182
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	25,01

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	13,06
DCF	50%	25,01
Cena wynikowa		19,04
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**20,24**

Budownictwo

Budimex

trzymaj (bez zmian)

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

Kurs akcji Budimeksu zaliczył w czerwcu najgorszy miesiąc od początku roku (-20%). Spółka wprawdzie poinformowała o wyborze lub najwyższej ocenie ofert spółki za niemal 1,0 mld PLN, lecz Prezes Blocher skutecznie schłodził oczekiwania. Prezes wskazuje, że spółka wciąż analizuje opłacalność kontraktów, w których oferta była składana w okresie XI'XII'17. Szacujemy, że w powyższym okresie spółka złożyła łącznie najkorzystniejsze oferty w przetargach drogowych o wartości ponad 1,2 mld PLN (A1, S19, S61). Przedłużające się procedury sprawiły, że GDDKiA wciąż nie zawarła umów dotyczących powyższych kontraktów, tymczasem otoczenie z punktu widzenia GW zmieniło się niekorzystnie. W ofertach GDDKiA składanych w 4Q'17 cena oferenta była średnio o 23% niższa niż budżet inwestora, podczas gdy w ofertach z 1H'18 już tylko 5% niższa. W tegorocznych otwarciach GDDKiA na łącznie 3,3 mld PLN, Budimex złożył zaledwie jedną ofertę z najniższą ceną, która została jednak odrzucona. Konkurencja jest wysoka. Średnia liczba składanych ofert w przetargach GDDKiA w 1H'18 (7 szt.) była zbliżona do średniej z 2017 r. (8 szt.). Widzimy natomiast szansę na pozyskanie znaczącego kontraktu na kolei (480 mln PLN), gdzie oferta Budimeksu ma najwyższą ocenę i przekracza ona o „zaledwie" kilkanaście procent budżet PKP PLK. Podsumowując, otoczenie w branży budowlanej pozostaje bardzo wymagające, a ryzyko negatywnych zaskoczeń jest wysokie. Nie licząc ostatniego spadku kursu, nie znajdujemy wielu argumentów do przeważania spółek z sektora. Nie zmieniamy rekomendacji trzymaj.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	131,00 PLN	
Cena docelowa	163,00 PLN	+24,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**trzymaj**	**163,00 PLN**	**2018-06-06**

Podstawowe dane			**BDX PW**	**vs. WIG**
Ticker	BDX PW	Zmiana 1M	-16,8%	-14,2%
ISIN	PLBUDMX00013	Zmiana YTD	-32,6%	-21,1%
Liczba akcji (mln)	25,5	Średni obrót 1M	1,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 344,4	Średni obrót 6M	1,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 728,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-48,3%
Free float	30,3%	EV/EBITDA 5Y avg	7,9	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	8,2	7,2	9,8	10,7	11,1
P/BV	4,2	3,8	4,3	4,4	4,4
EV/EBITDA	1,3	1,7	3,6	3,7	4,6
DPS	8,14	14,99	17,61	12,66	11,58
DYield	6,2%	11,4%	13,4%	9,7%	8,8%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody	**5 572**	**6 369**	**7 213**	**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%**

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%

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%

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 (bez zmian)

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

W wywiadzie w połowie czerwca Prezes Juszczyk wskazał konieczność rewizji budżetu jednego z kontraktów jako główną przyczynę rewizji budżetu na 2018 r. Słabsze od wcześniejszych oczekiwań wyniki będą również związane z działalnością spółki w Rosji. Elektrobudowa obserwuje ogólny brak nowych inwestycji. Skala postępowań przetargowych jest znikoma, a konkurencja duża. Według Prezesa, wiele inwestycji, które prognozowane były od wielu lat, zostało anulowanych lub oczekuje na decyzje. Jednocześnie Prezes wskazuje, że mimo funkcjonowania w tak trudnej sytuacji rynkowej, spółka nie widzi niepokojących symptomów zmniejszenia liczby potencjalnych do pozyskania zamówień. Obawiamy się, że optymizm spółki odnośnie pozyskanych zamówień w bieżącym roku (prognoza zakłada 994 mln PLN i po 1Q'18 jest wykonana w 6%) jest zbyt duży w kontekście małej aktywności zamawiających. Niska liczba zamówień pozyskiwanych w okresie dużej konkurencji może stanowić barierę wzrostu wyników spółki po 2018 r. Utrzymujący się deficyt zamówień w energetyce zwiększa ryzyko agresywnej walki o kontrakty w najbliższych kwartałach i generuje uzasadnione obawy o ich rentowność. Nie zmieniamy rekomendacji trzymaj.

Cena bieżąca	72,40 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	71,00 PLN	-1,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**trzymaj**	**71,00 PLN**	**2018-06-06**

Podstawowe dane			**ELB PW**	**vs. WIG**
Ticker	ELB PW	Zmiana 1M	+4,9%	+7,5%
ISIN	PLELTBD00017	Zmiana YTD	-6,6%	+5,0%
Liczba akcji (mln)	4,7	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	343,7	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	252,3	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	-20,3%
Free float	34,9%	EV/EBITDA 5Y avg	6,0	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	6,2	5,9	14,5	14,2	14,0
P/BV	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	3,2	2,7	5,8	5,8	5,6
DPS	4,00	10,00	10,50	5,00	5,00
DYield	5,5%	13,8%	14,5%	6,9%	6,9%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%
MBNS	0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody	**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 (bez zmian)

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

Po pierwszych trzech miesiącach Erbud 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 2017). 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 maju. W czerwcu Erbud poruszał się już w trendzie bocznym. Uważamy, że rynek uwzględnia już nie tylko słabe wyniki bieżącego roku. Obecny 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. Rekomendujemy kupno akcji Erbudu.

Cena bieżąca	14,80 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	22,00 PLN	+48,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**22,00 PLN**	**2018-06-06**

Podstawowe dane			**ERB PW**	**vs. WIG**
Ticker	ERB PW	Zmiana 1M	-5,7%	-3,1%
ISIN	PLERBUD00012	Zmiana YTD	-22,7%	-11,2%
Liczba akcji (mln)	12,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	189,6	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	189,8	EV/EBITDA 12M fwd	3,7	-33,0%
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	105,9	8,4	9,0	7,3	6,9
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	11,4%	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%**

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%

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

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

Czerwiec był w Unibepie bardzo intensywnym miesiącem pod względem nowych kontraktów. Spółka zaraportowała 4 umowy o łącznej wartości 230 mln PLN w segmentach biurowym, mieszkaniowym, drogowym i domów modułowych. W całym 2Q'18 spółka informowała o 9 kontraktach za 430 mln PLN (ponad 100% wzrost r/r). Głównym obszarem, gdzie spółka pozyskiwała zlecenia jest budownictwo mieszkaniowe, w którym Unibep zawarł w tym roku kontrakty o wartości 400 mln PLN. Jest to porównywalny poziom do osiągniętego w całym 2017 r., przy czym średnie wynagrodzenie w przeliczeniu na PUM wzrosło z ok. 3500 PLN do 4600 PLN (ok. 30%). Uważamy, że powyższy wzrost częściowo wynika z realizacji projektów o wyższym standardzie niż w roku ubiegłym. Uwzględniając powyższe zjawisko, szacujemy że realny koszt generalnego wykonawstwa jest w tym roku wyższy o 15-20% r/r. Liczymy, że przełoży się to na poprawę rentowności spółki w 2019 r. Ponadto, w czerwcu Unibep zawarł umowy istotne z punktu widzenia segmentu deweloperskiego. Spółka sfinalizowała zakup gruntu przy ul. Coopera w Warszawie, na którym planuje rozpoczęcie projektu deweloperskiego w 2H'18 oraz rozpoczęła inwestycję deweloperską w Poznaniu, gdzie w dwóch etapach planowana jest budowa ok. 340 lokal. Rekomendujemy kupno akcji Unibepu.

Cena bieżąca	5,60 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	10,10 PLN	+80,4%

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

Podstawowe dane			**UNI PW**	**vs. WIG**
Ticker	UNI PW	Zmiana 1M	+3,5%	+6,1%
ISIN	PLUNBEP00015	Zmiana YTD	-42,7%	-31,1%
Liczba akcji (mln)	35,1	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	196,4	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	200,0	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	-49,5%
Free float	27,7%	EV/EBITDA 5Y avg	7,0	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	6,2	7,6	6,4	5,5	6,1
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	4,9	3,5	4,2	3,3	3,1
DPS	0,17	0,20	0,15	0,31	0,41
DYield	3,0%	3,6%	2,7%	5,5%	7,3%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody	**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%**

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%

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%

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

kupuj (podwyższona)

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

Od debiutu na GPW równo 3 lata temu Atal dał się poznać jako Spółka przejrzysta i przewidywalna, co zaowocowało wzrostem kursu o 100% względem ceny emisyjnej i wskaźnikami wyceny porównywalnymi z Dom Development. Uważamy, że Spółka rozwija się w sposób zbilansowany. Obecna skala działalności Atalu jest około 2x większa niż w latach 2013-2015. Wzrost ten nie odbył się jednak kosztem rentowności, która wciąż znajduje się na ponadprzeciętnym poziomie ok. 20% netto, ani też kosztem zadłużenia, pozostającym na niskim poziomie, porównywalnym z czasami debiutu giełdowego (dług netto/kapitały = 20-30%). Dużym atutem Spółki w obecnym otoczeniu rynkowym jest bank ziemi na poziomie 3,5 letniej sprzedaży, pozyskany przy relatywnie niskiej cenie (700-800 PLN/PUM). Przy sprzyjającym otoczeniu administracyjno-prawnym powyższy bank ziemi pozwoliłby Atalowi na istotny wzrost sprzedaży. W naszych szacunkach zakładamy jednak bardziej konserwatywny scenariusz, zakładający stabilizację sprzedaży na bieżącym poziomie. Przy powyższym założeniu obecny bank ziemi pokrywa w 100% wyniki Spółki aż do 2020 r. włącznie, dając Zarządowi duży komfort przy kształtowaniu polityki dywidendowej. Po korekcie kursu akcji Atalu w minionym miesiącu, podwyższamy rekomendację z akumuluj do kupuj.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	36,40 PLN	
Cena docelowa	42,86 PLN	+17,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**42,86 PLN**	**2018-07-04**
poprzednia	akumuluj	42,86 PLN	2018-06-22

Podstawowe dane			**1AT PW**	**vs. WIG**
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	-12,8%	-10,2%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	-11,1%	+0,5%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 409,2	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 636,3	EV/EBITDA 12M fwd	6,8	-16,1%
Free float	16,2%	EV/EBITDA 5Y avg	8,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	506,8	865,8	943,9	917,2	1 020,0
ZBNS	136,9	247,6	275,3	264,5	275,4
marża ZBNS	27,0%	28,6%	29,2%	28,8%	27,0%
EBIT	114,8	222,0	244,7	231,6	240,9
Zysk netto	89,4	171,2	189,6	180,7	187,1
P/E	15,8	8,2	7,4	7,8	7,5
P/BV	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7
EV/EBITDA	14,8	7,2	6,6	7,2	7,3
DPS	0,61	1,73	3,54	4,74	4,73
DYield	1,7%	4,8%	9,7%	13,0%	13,0%

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	2 549	2 631	3 000
Przychód (tys. PLN)/lokal	353	375	370	349	340
SG&A	24	28	30	32	33
SG&A/przychody	**4,8%**	**3,3%**	**3,2%**	**3,5%**	**3,3%**
Marża EBIT	22,6%	25,6%	25,9%	25,3%	23,6%
Marża zysku netto	17,6%	19,8%	20,1%	19,7%	18,3%
Gotówka	187	266	241	208	108
Dług netto	324	214	232	266	366
Dług netto/kap. włas.	**47%**	**27%**	**27%**	**31%**	**43%**
Zapasy	1 132	1 342	1 274	1 303	1 404
Zapasy/przychody	**223%**	**155%**	**135%**	**142%**	**138%**
Zaliczki	231	365	276	283	280
Zaliczki/zapasy	**20%**	**27%**	**22%**	**22%**	**20%**
Kapitał własny	688	795	847	845	849
ROE	**14,4%**	**24,9%**	**23,9%**	**21,3%**	**22,2%**

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	**-78**	**198**	**158**	**161**	**96**
Amortyzacja	1	1	1	1	1
Kapitał obrotowy	-187	-13	-34	-31	-104
CF inwestycyjny	**0**	**1**	**-23**	**3**	**2**
CAPEX	-1	-1	-1	-1	-1
CF finansowy	**135**	**-121**	**-160**	**-198**	**-198**
Dywidenda	-24	-67	-137	-183	-183

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	0,42	0,39	0,36	4,7	3,8	3,5
Maksimum	2,03	2,04	1,99	270,0	9,4	17,6
Mediana	0,65	0,62	0,58	8,0	5,3	5,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	944	917	1 020	867	884	902	920	938	957	976	996
EBITDA	246	233	242	186	185	188	192	195	193	197	201
marża EBITDA	26,1%	25,4%	23,8%	21,5%	20,9%	20,9%	20,8%	20,8%	20,2%	20,2%	20,1%
Amortyzacja	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
EBIT	245	232	241	185	183	187	190	194	191	195	199
Podatek	47	44	46	35	35	35	36	37	36	37	38
NOPLAT	**198**	**188**	**195**	**150**	**148**	**151**	**154**	**157**	**155**	**158**	**161**
CAPEX	-27	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Kapitał obrotowy	-34	-31	-104	-13	44	-21	-21	-22	-5	-5	-5
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	**139**	**156**	**91**	**137**	**192**	**130**	**133**	**135**	**150**	**153**	**156**
PV FCF	133	138	75	104	136	86	81	76	79	74	
WACC	8,0%	7,9%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

*skorygowano o dywidendę 3,54 PLN, dzień ustalenia prawa 2018-06-25

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 287
Dług netto	214
Inne korekty	-6
Wycena DCF na akcję (PLN)	53,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	21,40
DYield-porównawcza	17%	57,50
DCF	50%	53,70
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M*		**42,86**

Capital Park
kupuj (bez zmian)

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

W czerwcu Capital Park wyemitował 3-letnie obligacje o wartości 7 mln EUR (ok. 30 mln PLN). Pozyskane środki zostały przeznaczone na spłatę zapadających w czerwcu obligacji serii F. Spółka stopniowo refinansuje zapadające serie obligacji w polskiej walucie obligacjami w euro. Zabieg ten obniży koszt finansowania spółki. Szacujemy, że średni koszt obsługi obligacji spadł do 4,3% względem 5,5% w połowie 2017 r. Zmiana waluty zobowiązania z PLN na EUR naturalnie naraża spółkę na ryzyko walutowe. Przypominamy jednak, że walutą w której Capital Park osiąga przychody jest euro. Ponadto, w europejskiej walucie są wyceniane nieruchomości komercyjne Capital Park, stąd w praktyce zamiana waluty zobowiązań na euro redukuje wpływ netto różnic kursowych na wyniki finansowe Capital Park. W czerwcu kurs akcji Capital Park kontynuował trend boczny w przedziale 5,5-6,0 PLN (P/NAV 0,60-0,65x). Uważamy, 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. 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	5,45 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	8,35 PLN	+53,2%

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

Podstawowe dane			**CPG PW**	**vs. WIG**
Ticker	CPG PW	Zmiana 1M	-1,8%	+0,8%
ISIN	PLCPPRK00037	Zmiana YTD	-5,9%	+5,7%
Liczba akcji (mln)	108,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	592,7	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 930,1	EV/EBITDA 12M fwd	19,1	-23,8%
Free float	19,1%	EV/EBITDA 5Y avg	25,1	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	19,3	-	10,8	9,1	8,7
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	13,9	-	17,7	17,0	18,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,15	0,20
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,8%	3,7%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%
FFO	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
BPS	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/PLN	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
NOI	**81**	**93**	**115**	**120**	**125**
dynamika r/r	46,3%	14,3%	23,2%	4,4%	4,5%
EBIT bez rewaluacji	**67**	**76**	**97**	**101**	**106**
Koszty finansowe	-49	-38	-42	-49	-49
FFO	**13**	**32**	**46**	**46**	**50**
Rewaluacja	68,9	-84,7	9,4	25,3	24,0
EUR/PLN	4,42	4,17	4,15	4,15	4,15
Gotówka	157	193	76	82	57
Dług netto	1 086	1 115	1 219	1 516	1 815
Dług netto/kap. włas.	**102%**	**101%**	**105%**	**125%**	**144%**
NI	2 084	2 174	2 337	2 686	3 034
LTV	**52%**	**51%**	**52%**	**56%**	**60%**
Revaluacja/NI	**3,6%**	**-4,1%**	**0,4%**	**1,1%**	**0,9%**
Kapitał własny	989	984	1 039	1 088	1 134
ROE	**3,1%**	**-0,2%**	**5,6%**	**6,3%**	**6,2%**

Przepływy pieniężne

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

Analiza porównawcza

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

Wycena metodą NAV

(mln PLN)	**15**	**16**	**17**	**18P**	**19P**	**20P**	**21P**
Nieruchomości inwestycyjne	1 935	2 084	2 174	2 337	2 686	3 034	3 034
Zapasy	13	0	0	0	0	0	0
Aktywa finansowe (JV)	31	49	45	45	45	45	45
Należności	27	24	27	28	29	30	31
Gotówka	114	157	193	76	82	57	100
Pozostałe aktywa	34	24	32	32	32	32	32
Suma aktywów	**2 153**	**2 337**	**2 471**	**2 517**	**2 873**	**3 198**	**3 241**
Kapitał mniejszości	73	72	115	119	122	126	130
Dług	1 066	1 243	1 308	1 295	1 598	1 872	1 872
Zobowiązania na podatek odrocz.	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
akumuluj (bez zmian)

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

Dom Development jest na dobrej drodze do realizacji celów, które Zarząd wyznaczył na bieżący rok. Przypominamy, że deweloper zamierza w tym roku zakończyć budowę ok. 4,5 tys. mieszkań (+40% r/r) i rozpocząć realizację ok. 4,4 tys. lokali (+20% r/r). Szczególnie pozytywnie oceniamy podtrzymanie planów, odnośnie rozpoczęcia nowych inwestycji, które są o 10% wyższe od bieżącego poziomu sprzedaży i uwiarygadniają nasze prognozy wzrostu zysku Spółki po 2019 r. Coraz powszechniejszym zjawiskiem w Dom Development jest zawieranie umów na generalne wykonawstwo kilku etapów jednej inwestycji. W środowisku rosnących kosztów budowy i coraz trudniejszego dostępu do wykonawców powyższa strategia powinna być korzystana dla Spółki. Podkreślamy bardzo dobre wyniki spółki za I kwartał, w którym osiągnięta przez Spółkę marża deweloperska wyniosła 30%, wyraźnie powyżej szacowanego przez nas na lata 2018-2020 poziomu 26,0-26,5%. W kontekście planowanej nowelizacji ustawy deweloperskiej (likwidacja otwartych rachunków powierniczych) znaczenia nabierze doskonała sytuacja finansowa Dom Development oraz jej relacje z instytucjami finansowymi. Na koniec marca Dom był jedynym deweloperem mieszkaniowym notowanym na GPW z dodatnią pozycją gotówkową netto. Rekomendujemy akumulację akcji Dom Development.

Cena bieżąca	75,80 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	87,80 PLN	+15,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**akumuluj**	**87,80 PLN**	**2018-06-22**

Podstawowe dane			**DOM PW**	**vs. WIG**
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	+1,1%	+3,7%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	-2,7%	+8,8%
Liczba akcji (mln)	25,0	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 892,6	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 974,1	EV/EBITDA 12M fwd	7,0	-36,7%
Free float	24,8%	EV/EBITDA 5Y avg	11,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody	1 153,0	1 404,7	1 748,7	1 711,6	1 883,2
ZBNS	271,1	385,7	461,3	451,6	494,7
marża ZBNS	23,5%	27,5%	26,4%	26,4%	26,3%
EBIT	156,6	235,4	299,5	285,2	322,9
Zysk netto	125,7	190,7	240,1	228,6	257,8
P/E	15,0	9,9	7,9	8,3	7,3
P/BV	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8
EV/EBITDA	11,2	8,0	6,4	7,0	6,6
DPS	3,25	5,05	7,60	9,50	9,15
DYield	4,3%	6,7%	10,0%	12,5%	12,1%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%
MBNS	0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT	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	3 602	3 924
Przychód (tys. PLN)/lokal	465	480	460	475	480
SG&A	107	138	157	162	167
SG&A/przychody	**9,3%**	**9,9%**	**9,0%**	**9,5%**	**8,9%**
Marża EBIT	13,6%	16,8%	17,1%	16,7%	17,1%
Marża zysku netto	10,9%	13,6%	13,7%	13,4%	13,7%
Gotówka	437	331	214	280	132
Dług netto	-57	64	81	155	303
Dług netto/kap. włas.	**-6%**	**6%**	**8%**	**15%**	**28%**
Zapasy	1 508	1 989	2 050	2 152	2 253
Zapasy/przychody	**131%**	**142%**	**117%**	**126%**	**120%**
Zaliczki	349	568	615	645	563
Zaliczki/zapasy	**23%**	**29%**	**30%**	**30%**	**25%**
Kapitał własny	930	1 002	1 057	1 048	1 077
ROE	**14,2%**	**20,5%**	**24,0%**	**21,6%**	**24,6%**

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
CF operacyjny	**265**	**198**	**152**	**175**	**94**
Amortyzacja	5	7	9	9	9
Kapitał obrotowy	106	-9	-71	-65	-177
CF inwestycyjny	**-6**	**-213**	**-8**	**0**	**11**
CAPEX	-6	-8	-8	-9	-9
CF finansowy	**-67**	**-120**	**-288**	**-100**	**-233**
Dywidenda	-81	-126	-190	-237	-229

Analiza porównawcza

	P/BV			**P/E**		
	18P	**19P**	**20P**	**18P**	**19P**	**20P**
Minimum	0,42	0,39	0,36	4,7	3,8	3,5
Maksimum	1,86	1,87	1,86	270,0	8,7	17,6
Mediana	0,65	0,62	0,58	7,7	5,3	5,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	**18P**	**19P**	**20P**	**21P**	**22P**	**23P**	**24P**	**25P**	**26P**	**27P**	**+**
Przychody	1 749	1 712	1 883	1 632	1 665	1 698	1 732	1 766	1 802	1 838	1 874
EBITDA	308	294	332	240	243	246	251	256	261	266	271
marża EBITDA	17,6%	17,2%	17,6%	14,7%	14,6%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
Amortyzacja	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
EBIT	299	285	323	232	235	238	242	247	252	257	262
Podatek	57	54	61	44	45	45	46	47	48	49	50
NOPLAT	**243**	**231**	**262**	**188**	**190**	**193**	**196**	**200**	**204**	**208**	**213**
CAPEX	-8	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Kapitał obrotowy	-71	-65	-177	-69	-100	-12	-5	-5	-5	-5	-5
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	**172**	**166**	**84**	**118**	**91**	**181**	**191**	**195**	**199**	**203**	**208**
PV FCF	164	147	69	90	64	118	116	110	104	99	
WACC	8,4%	8,2%	8,0%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

*skorygowano o dywidendę 7,60 PLN, dzień ustalenia prawa 2018-06-26

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 859
Dług netto	64
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	112,40

Wycena

(PLN)	**waga**	**cena**
Porównawcza	33%	42,10
DYield-porównawcza	17%	116,90
DCF	50%	112,40
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M*		**87,80**

Echo Investment
kupuj (bez zmian)

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

Kurs Echo doświadczył znacznego spadku drugi miesiąc z rzędu przy względnie stabilnym indeksie WIG-Nieruchomości w powyższym okresie. Dane z rynku nieruchomości jak również informacje płynące z samej spółki nie uzasadniają powyższego spadku. Wręcz przeciwnie, sprzedaż pakietu akcji EPP daje nadzieję na wypłatę dywidendy nadzwyczajnej, która nie była zakładana przez nas jako bazowy scenariusz. Echo w trzech transakcjach sprzedało 73% posiadanego na koniec 1Q'18 pakietu akcji EPP. Uwalniając w ten sposób około 175 mln PLN gotówki (około 10% kapitalizacji spółki). Przy założeniu, że pozostałe 15,2 mln akcji zostanie sprzedane po tej samej cenie, co wcześniejsze pakiety, łączne wpływy z dezinwestycji wyniosłyby niemal 250 mln PLN (14,5% kapitalizacji). Echo w bieżącym roku sfinalizowało sprzedaż biurowca we Wrocławiu i ma w planach sprzedaż przynajmniej trzech kolejnych obiektów (pięciu - w wariancie optymistycznym). Finalizacja tych transakcji znacznie zwiększy prawdopodobieństwo dywidendy nadzwyczajnej. Szacujemy, że w najbliższych latach Echo stać na utrzymanie wyników finansowych w okolicy 300 mln PLN (P/E=5,5-6,0x). Rekomendujemy kupno akcji Echo.

Cena bieżąca	4,26 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	5,63 PLN	+32,2%

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

Podstawowe dane			**ECH PW**	**vs. WIG**
Ticker	ECH PW	Zmiana 1M	-8,4%	-5,8%
ISIN	PLECHPS00019	Zmiana YTD	+5,2%	+16,7%
Liczba akcji (mln)	412,7	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 758,1	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 795,1	EV/EBITDA 12M fwd	16,9	+4,9%
Free float	14,4%	EV/EBITDA 5Y avg	16,1	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	4,5	5,6	5,8	5,4	6,6
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	3,4	9,5	6,9	7,1	8,6
DPS	5,96	0,66	0,50	0,51	0,56
DYield	139,9%	15,5%	11,7%	12,1%	13,1%

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%**
Revaluacja/NI	**38,0%**	**29,8%**	**31,0%**	**19,3%**	**14,1%**
Kapitał własny	1 528	1 588	1 684	1 801	1 837
ROE	**10,7%**	**20,4%**	**19,1%**	**19,5%**	**14,8%**

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%

Model DCF

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

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

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

W czerwcu, zgodnie z oczekiwaniami, GTC zakończyło budowę biurowca White House w Budapeszcie. Ponadto, nieco później niż zakładaliśmy, spółka uzyskała pozwolenie na budowę kolejnego biurowca w tym mieście (The Twist). Akcje GTC mają relatywnie defensywny charakter, porównując do podmiotów prowadzonych stricte deweloperską działalność, które w obecnym otoczeniu rynkowym są przez nas preferowane. Po 1Q'18 nasza całoroczna prognoza 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. Rekomendujemy trzymanie akcji GTC.

Cena bieżąca	9,27 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	9,60 PLN	+3,6%

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

Podstawowe dane			**GTC PW**	**vs. WIG**
Ticker	GTC PW	Zmiana 1M	+4,0%	+6,6%
ISIN	PLGTC0000037	Zmiana YTD	-2,1%	+9,4%
Liczba akcji (mln)	470,3	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 359,7	Średni obrót 6M	1,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 858,4	EV/EBITDA 12M fwd	17,7	+19,9%
Free float	21,9%	EV/EBITDA 5Y avg	14,7	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody	120,3	128,7	151,7	166,2	184,9
ZBNS	87,3	92,1	112,0	125,1	139,2
marża ZBNS	72,6%	71,6%	73,8%	75,3%	75,3%
EBIT bez rew.	70,2	73,5	92,7	105,3	119,1
Rewaluacja	84,6	148,6	40,7	45,7	53,7
Zysk netto	158,5	156,3	91,1	105,1	121,2
P/E	6,1	6,3	10,9	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. własn.	**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 odrocz.	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 Zybała +48 22 438 24 04 piotr.zybala@mbank.pl

Początek roku był bardzo udany w wykonaniu LC Corp. Pierwszym pozytywnym zaskoczeniem był wzrost sprzedaży mieszkań w 1Q'18 o 17% r/r. W konsekwencji nasza roczna prognoza jest wykonana w 32%. Następnie LC Corp zaprezentował bardzo dobre wyniki finansowe za 1Q, osiągając drugą najwyższą marżę deweloperską wśród deweloperów giełdowych. Osiągane przez Spółkę wyniki potwierdzają, że działalność mieszkaniowa LC Corp nie ustępuje pod względem efektywności, najsprawniejszym spółkom z branży (ROE ok. 20%). Szacujemy, że w latach 2018-2020 segment ten przyniesie średniorocznie ok. 120 mln PLN zysku netto. Gdyby do tej wartości przyłożyć mnożniki, na których rynek wycenia dziś Atal lub Dom Development (P/E'18-20=8,7x), osiągnęlibyśmy wycenę segmentu mieszkaniowego na poziomie obecnej kapitalizacji Spółki. NAV segmentu komercyjnego w LC Corp wyniósł na koniec 1Q'18 1,07 mld PLN, lecz przy bieżącej kapitalizacji jego rynkowa wycena jest bliska zera. Ryzyko utraty wartości wrocławskich aktywów Spółki w segmencie handlowym nie uzasadnia tak głębokiego dyskonta. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	2,55 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	3,58 PLN	+40,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**3,58 PLN**	**2018-06-22**

Podstawowe dane			**LCC PW**	**vs. WIG**
Ticker	LCC PW	Zmiana 1M	-6,3%	-3,7%
ISIN	PLLCCRP00017	Zmiana YTD	-7,3%	+4,3%
Liczba akcji (mln)	447,6	Średni obrót 1M	4,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 141,3	Średni obrót 6M	1,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 019,7	P/E 12M fwd	6,0	-38,9%
Free float	41,3%	P/E 5Y avg	9,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	547,0	706,2	795,3	870,5	937,1
ZBNS	207,9	260,8	287,6	309,7	326,6
marża ZBNS	38,0%	36,9%	36,2%	35,6%	34,9%
EBIT bez rew.	169,6	208,6	237,3	257,3	272,6
Rewaluacja	34,2	-119,3	15,3	19,3	0,0
Zysk netto	113,1	80,2	186,1	202,5	198,8
Zysk netto koryg.	120,7	150,6	172,4	186,8	198,8
P/E	10,1	14,2	6,1	5,6	5,7
P/E koryg.	9,5	7,6	6,6	6,1	5,7
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
DPS	0,18	0,07	0,24	0,29	0,31
DYield	7,1%	2,7%	9,4%	11,3%	12,3%

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 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	2 007	2 114	2 203
Przychody	**547**	**706**	**795**	**871**	**937**
sprzedaż mieszkań	402	563	646	702	752
wynajem	145	144	149	169	185
MBNS	**38,0%**	**36,9%**	**36,2%**	**35,6%**	**34,9%**
sprzedaż mieszkań	26,0%	28,8%	28,6%	27,3%	26,2%
wynajem	71,2%	68,7%	69,0%	70,0%	70,0%
Gotówka	355	344	292	261	250
Dług netto	737	737	878	943	972
Dług netto/kap. włas.	**53%**	**51%**	**58%**	**59%**	**59%**
Zapasy	971	1 064	1 036	1 020	1 003
NI	1 810	1 805	1 976	2 059	2 059
Revaluacja/NI	**1,9%**	**-6,6%**	**0,8%**	**0,9%**	**0,0%**
Kapitał własny	1 396	1 448	1 527	1 600	1 659
ROE	**8,3%**	**5,7%**	**12,9%**	**13,3%**	**12,4%**

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	**199**	**167**	**185**	**194**	**140**
Kapitał obrotowy	91	-18	-36	-20	-87
CF inwestycyjny	**-102**	**-142**	**-184**	**-103**	**-1**
Wydatki na NI	-102	-141	-183	-102	0
Zbycie NI	0	0	0	0	0
CF finansowy	**113**	**-11**	**-53**	**-30**	**-11**
Dywidenda	-81	-31	-107	-129	-140

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	0,42	0,39	0,36	4,7	3,8	3,5
Maksimum	2,03	2,04	1,99	270,0	9,8	17,6
Mediana	0,91	0,85	0,78	8,6	7,2	6,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Wycena DCF segmentu mieszkaniowego

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	646	702	752	608	588	599	611	623	636	649	662
EBITDA	145	151	155	102	90	91	93	95	97	98	100
marża EBITDA	22,5%	21,5%	20,6%	16,9%	15,4%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%
NOPLAT	**117**	**121**	**125**	**82**	**72**	**73**	**74**	**76**	**77**	**79**	**80**
Kapitał obrotowy	-37	-22	-88	-110	10	-9	-9	-9	-9	-9	-9
FCF	**81**	**101**	**37**	**-27**	**84**	**65**	**66**	**68**	**69**	**71**	**72**
PV FCF	77	88	30	-20	58	41	39	36	34	32	

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	926
Dług netto	148
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	1,74

Wycena NAV segmentu komercyjnego

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P
NAV NI pracujących	1 013	1 159	1 177	1 205	1 233
NAV NI w budowie	98	0	0	0	0
NAV pozostałe	-10	24	81	139	199
NAV segmentu	**1 101**	**1 183**	**1 259**	**1 344**	**1 432**
PV NAV	1 049	1 039	1 019	1 003	984

Podsumowanie NAV

(mln PLN)	
PV NAV'22P	984
ROE'22P	6,5%
Koszt kapitału (COE)	8,5%
Premia/Dyskonto (ROE - COE)	-23%
Wycena segmentu na akcję (PLN)	1,72

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	3,04
DYield-porównawcza	17%	3,74
SOTP	50%	3,46
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**3,58**

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. AmRest utrzymuje wysoką aktywność na rynku M&A również w 2018 roku. Na czerwca spółka poinformowała o finalizacji 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). W lipcu spółka powinna opublikować wstępne szacunkowe dane sprzedażowe, gdzie powinna zostać utrzymana wysoka dynamika wzrostu przychodów (problemem w 2Q'18 będzie podwyższony poziom kosztów wpływający na obniżenie marży EBITDA r/r). 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 przy założeniu finansowania się spółki długiem.

Cena bieżąca	439,50 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	426,00 PLN	-3,1%

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

Podstawowe dane			**EAT PW**	**vs. WIG**
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	-8,5%	-5,9%
ISIN	NL0000474351	Zmiana YTD	+7,2%	+18,7%
Liczba akcji (mln)	21,2	Średni obrót 1M		3,6 mln PLN
MC (mln PLN)	9 323,5	Średni obrót 6M		5,4 mln PLN
EV (mln PLN)	11 103,9	EV/EBITDA 12M fwd	12,7	+25,9%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	10,1	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	48,9	51,1	46,3	36,3	28,0
P/BV	7,1	7,1	6,2	5,3	5,1
EV/EBITDA	19,2	18,0	15,2	12,1	10,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	12,09
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,8%
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 (bez zmian)

Piotr Bogusz +48 22 438 24 08 piotr.bogusz@mbank.pl

1Q'18 był najgorszym historycznie 1Q ze stratą EBTIDA na poziomie 87,8 mln PLN (vs. 6,2 mln PLN w 1Q'17). Negatywnie na rezultaty spółki wpłynęły niesprzyjające warunki pogodowe (zwłaszcza niski wynik w marcu, który odpowiada za większość wyniku wygenerowanego w 1Q) oraz ograniczenie handlu w niedzielę. 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, co było wspierane przez efekt bazy oraz przesunięcie popytu z marca'18. W maju'18 sprzedaż spółki została poprawiona o 15% r/r, a w czerwcu sprzedaż wzrosła o 7,9% r/r (po wyłączeniu sprzedaży sklepów Voegele o 2,1% r/r). Podobnie niskie tempo poprawy sprzedaży spółka może odnotować w okresie lipiec-wrzesień'18, gdzie również występuje efekt bazy. W 2Q'18 sprzedaż spółki wzrosła o 17,7% r/r. Oczekujemy, że negatywny wpływ spowolnienia wzrostu sprzedaży r/r na wzrost EBITDA r/r zostanie istotnie ograniczony przez poprawę marży brutto na sprzedaży r/r w 2Q'18 (korzystny kurs zakupu kolekcji oraz przesunięcie wysokomarżowej sprzedaży z marca na kwiecień) oraz kontrolę kosztów SG&A. Naszym zdaniem po uwzględnieniu wysokiej straty EBITDA w 1Q'18, oczekiwania rynkowe EBITDA'18 powinny ulec obniżeniu z 664 mln PLN (średnia oczekiwań Bloomberg; nasze oczekiwania 588 mln PLN). Pomimo przejściowego spowolnienia dynamiki sprzedaży, oceniamy pozytywnie perspektywy spółki w średnim terminie i po ostatniej korekcie kursu uważamy walory CCC jako jedne z najatrakcyjniej wycenionych w sektorze detalicznym.

Cena bieżąca	195,50 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	295,00 PLN	+50,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**295,00 PLN**	**2018-06-06**

Podstawowe dane			**CCC PW**	**vs. WIG**
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	-21,1%	-18,5%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-31,4%	-19,9%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	30,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 040,3	Średni obrót 6M	24,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 609,8	EV/EBITDA 12M fwd	11,4	-28,4%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	3 185	4 193	5 223	6 755	8 319
EBITDA	443	498	588	845	1 072
marża EBITDA	13,9%	11,9%	11,3%	12,5%	12,9%
EBIT	374	405	480	725	943
Zysk netto	306	279	315	532	715
P/E	25,0	28,8	25,6	15,1	11,2
P/BV	8,3	7,3	5,9	4,4	3,3
EV/EBITDA	18,9	17,1	14,6	10,2	7,8
DPS	2,19	2,47	1,40	1,87	0,00
DYield	1,1%	1,3%	0,7%	1,0%	0,0%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Sprzedaż det/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż (stacjonarne)	2 902	3 588	4 336	5 211	6 002
EBITDA (stacjonarne)	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%

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%

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%

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 (bez zmian)

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. Potencjalne spowolnienie momentum sprzedaży w 2Q'18 r/r 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 poprawa cyklu konwersji gotówki), (2) rozwodnienie kosztów SG&A, co łącznie powinno pozwolić Spółce na (3) poprawę marży EBITDA. Biorąc pod uwagę powyższe oczekujemy 541,9 mln PLN EBITDA'18 (+35% r/r vs. skorygowana EBITDA) oraz średniorocznego wzrostu EBITDA w tempie 21,4% w latach 2017-2021 (najwyższe tempo wzrostu z grupy porównawczej). Naszym zdaniem obecna cena odpowiednio uwzględnia perspektywy wzrostu biznesu i uważamy naszą rekomendację trzymaj za aktualną.

Cena bieżąca	104,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	103,50 PLN	-0,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**trzymaj**	**103,50 PLN**	**2018-06-06**

Podstawowe dane			**DNP PW**	**vs. WIG**
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	-2,5%	+0,1%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+32,0%	+43,5%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	26,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 196,2	Średni obrót 6M	17,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 740,2	EV/EBITDA 12M fwd	17,8	+10,7%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	16,0	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	67,4	47,7	31,9	23,9	19,2
P/BV	14,9	11,3	8,3	6,2	4,7
EV/EBITDA	38,1	27,5	19,8	15,3	12,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			**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%

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%

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%

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 przełożyć się na istotną poprawę wyników spółki r/r w 2H'18. Niemniej oczekujemy relatywnie słabych wyników spółki w 2Q'18, co może negatywnie wpłynąć na zachowanie kursu w krótkim terminie. Optymalizacja kosztowa, aktywizacja sprzedaży (modernizacja placówek sieci Eko) oraz dalszy rozwój placówek detalicznych powinny zagwarantować stabilny wzrost wyników w kolejnych latach.

Cena bieżąca	21,15 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	30,70 PLN	+45,2%

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

Podstawowe dane			**EUR PW**	**vs. WIG**
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-14,0%	-11,4%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-17,8%	-6,3%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	5,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 943,3	Średni obrót 6M	10,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 089,9	EV/EBITDA 12M fwd	7,7	-32,2%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	11,3	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	16,4	-	22,2	17,1	12,5
P/BV	2,5	2,9	2,5	2,3	2,1
EV/EBITDA	7,6	13,7	7,2	6,1	5,2
DPS	1,05	0,80	-0,12	0,48	0,62
DYield	5,0%	3,8%	-0,6%	2,3%	2,9%

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 niezl. (EBITDA)	199	197	191	178	173	168	163	158	153	148	148
Hurt zint. (EBITDA)	303	317	324	334	344	354	364	375	387	398	398
Detal (EBITDA)	46	55	75	100	105	109	114	118	123	128	128
Przychody	25 772	26 954	27 544	28 129	28 778	29 472	30 215	31 012	31 480	32 404	32 404
EBITDA	429	472	517	541	549	557	566	575	585	595	595
marża EBITDA	1,66%	1,75%	1,88%	1,92%	1,91%	1,89%	1,87%	1,86%	1,86%	1,83%	1,83%
EBIT	230	266	310	333	341	348	356	364	373	402	402
Podatek	564	61	65	64	64	65	66	67	69	74	74
CAPEX	-164	-165	-167	-169	-171	-173	-174	-176	-193	-193	-193
Kapitał obrotowy	-117	-62	-39	-40	-43	-45	-48	-52	-39	-59	-59
FCF	-199	290	306	328	339	346	355	365	343	387	387
PV FCF	-188	253	247	245	234	221	209	199	173	180	
WACC	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Jeronimo Martins
kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz +48 22 438 24 08 piotr.bogusz@mbank.pl

Poprawa sprzedaży porównywalnej w sieci Biedronka nie zmniejsza tempa, pomimo efektu bazy. W 1Q'18 sieć poprawiła lfl o 8,6% (vs. 8,4% w 1Q'17). Wysoka poprawa efektywności sprzedaży została odnotowana w Pingo Doce (+6,4% lfl po wyłączeniu sprzedaży paliwa) oraz w Recheio (+3,6% lfl). Poprawa 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). Biorąc pod uwagę obecną wycenę spółki, uważamy że jej walory są jedną z najciekawszych opcji inwestycyjnych w segmencie detalicznym.

Cena bieżąca	11,96 EUR	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	16,40 EUR	+37,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**16,40 EUR**	**2018-06-06**

Podstawowe dane			**JMT PL**	**vs. WIG**
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-11,6%	-9,1%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	-23,2%	-11,7%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	13,4 mln EUR	
MC (mln EUR)	7 526,3	Średni obrót 6M	14,0 mln EUR	
EV (mln EUR)	7 442,0	EV/EBITDA 12M fwd	7,4	-24,6%
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	12,7	19,5	16,2	15,1	14,5
P/BV	4,3	4,3	3,7	3,3	2,9
EV/EBITDA	8,7	8,3	7,1	6,4	5,8
DPS	0,28	0,63	0,31	0,37	0,40
DYield	2,4%	5,3%	2,6%	3,1%	3,3%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
Biedronka (s/mkw. r/r)	0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Recheio (s/mkw. r/r)	0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne

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

Wskaźniki

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

Analiza porównawcza

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

Model DCF

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,8%
Zdyskontowana wartość FCF	9 951
Dług netto	-159
Inne korekty	258
Wycena DCF na akcję (PLN)	15,66

Wycena

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

LPP
akumuluj (bez zmian)

Piotr Bogusz +48 22 438 24 08 piotr.bogusz@mbank.pl

Po bardzo dobrym sprzedażowo 2017 roku, spółka kontynuuje poprawę sprzedaży porównywalnej w 1Q'18 (+9,2% lfl; pomimo negatywnego efektu pogodowego) oraz w 2Q'18 (+14,2% lfl). Pozytywny trend powinien być utrzymany w pozostałych kwartałach 2018 roku. Deprecjacja USDPLN r/r (średnio -15% r/r w 4Q'17) oraz wyższa sprzedaż w pierwszych cenach (dobre przyjęcie kolekcji), przełoży się na poprawę marzy brutto na sprzedaży o 3,5p.p. r/r do 60,2% w 2Q'18 (+1,9p.p. r/r do 53,5% w 1H'18). Poprawa lfl oraz rentowności sprzedaży pozwoliły spółce na wzrost EBIT o 49,3% r/r w 2Q'18 (vs. wzrost o 140% w 2Q'17). Dalszy wzrost efektywności sprzedaży oraz efekt dźwigni powinien wspierać poprawę wyników spółki w kolejnych kwartałach. Oczekujemy, że rok 2018 będzie przełomowy dla spółki pod względem rozwoju e-commerce, gdzie intensywna ekspansja oraz dalsze inwestycje powinny przełożyć się na 100% r/r wzrostu sprzedaży do 720 mln PLN (8,7% sprzedaży 2018P w LPP). Dalszy wzrost sprzedaży porównywalnej (poprawa kolekcji oraz dynamiczny wzrost kanału internetowego) oraz poprawa rentowności sprzedaży w 2H'18, powinny pozwolić LPP na kontynuację poprawy marży EBITDA w 2018 roku o 1,6p.p. do 14% w 2018 roku (po wzroście o 4,2p.p. r/r do 12,4% w 2017 roku), co jest poniżej średniej 15% dla okresu 2006-2017. Biorąc pod uwagę powyższe, oczekujemy 1 156 mln PLN EBITDA w 2018 roku (10% powyżej oczekiwań rynkowych) oraz 22% EBITDA CAGR 2017-20. Biorąc powyższe pod uwagę, uważamy naszą rekomendację akumuluj za aktualną.

Cena bieżąca	9 050,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	10 200,00 PLN	+12,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**akumuluj**	**10 200,00 PLN**	**2018-06-18**

Podstawowe dane			**LPP PW**	**vs. WIG**
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	-3,1%	-0,5%
ISIN	PLLPP0000011	Zmiana YTD	+1,6%	+13,1%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	24,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	16 764,4	Średni obrót 6M	23,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	16 049,6	EV/EBITDA 12M fwd	14,2	-4,7%
Free float	69,5%	EV/EBITDA 5Y avg	14,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	6 019	7 029	8 284	9 584	10 920
EBITDA	494	872	1 156	1 359	1 581
marża EBITDA	8,2%	12,4%	14,0%	14,2%	14,5%
EBIT	226	578	832	993	1 169
Zysk netto	175	441	659	803	949
P/E	95,0	38,0	25,4	20,9	17,7
P/BV	7,8	6,9	5,5	4,5	3,7
EV/EBITDA	33,9	18,9	13,9	11,5	9,5
DPS	32,66	35,71	36,03	53,84	65,63
DYield	0,4%	0,4%	0,4%	0,6%	0,7%

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	592	633	650	674
Sprzedaż/mkw (Rosja)	534	586	566	573	572
Sprzedaż/mkw (Czechy)	545	671	745	754	769
Sprzedaż/mkw (Niemcy)	485	499	502	505	505
MBNS	48,7%	52,9%	54,4%	54,2%	53,7%
Przepływy oper.	**718**	**893**	**982**	**1 094**	**1 271**
Amortyzacja	267	293	324	366	412
Kapitał obrotowy	256	101	40	-74	-91
Przepływy inw.	**-181**	**-384**	**-517**	**-583**	**-596**
CAPEX	-272	-442	-519	-583	-596
Przepływy fin.	**-394**	**-360**	**-87**	**-301**	**-112**
Dywidenda/buyback	60	66	66	99	120
FCF	444	358	396	464	621
FCF/EBITDA	90%	41%	34%	34%	39%
CFO/EBITDA	145%	102%	85%	81%	80%

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	893	1 103	1 667
Dług netto	144	-316	-715	-1 127	-1 682
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	-0,4	-0,6	-0,8	-1,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	15,3	15,2	14,6	8,2	7,8	7,4
Maksimum	27,7	26,3	23,8	16,3	15,4	14,1
Mediana	25,9	19,6	16,0	16,1	12,5	10,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż det/mkw.	658	694	723	745	760	767	763	759	756	805	805
SG&A/mkw.	293	307	315	324	329	332	329	327	326	351	351
Powierzchnia	1 097	1 205	1 312	1 417	1 532	1 650	1 779	1 921	2 077	1 935	1 935
Przychody	8 284	9 584	10 920	12 198	13 452	14 641	15 697	16 855	18 130	19 393	19 393
EBITDA	1 156	1 359	1 581	1 767	1 949	2 083	2 230	2 391	2 539	2 634	2 634
marża EBITDA	14,0%	14,2%	14,5%	14,5%	14,5%	14,2%	14,2%	14,2%	14,0%	13,6%	13,6%
EBIT	832	993	1 169	1 318	1 473	1 592	1 721	1 857	1 975	2 035	2 035
Podatek	188	199	234	264	295	318	344	371	395	407	407
CAPEX	-519	-583	-596	-605	-560	-579	-622	-671	-728	-792	-792
Kapitał obrotowy	52	113	131	105	103	98	87	95	105	104	104
FCF	396	464	621	793	992	1 088	1 178	1 253	1 312	1 331	1 364
PV FCF	396	427	527	621	716	723	722	708	683	639	
WACC	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	17 675
Dług netto	-316
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	9 700

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	9 300
DCF	50%	9 700
Cena wynikowa		9 620
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**10 200**

TXM
kupuj (podtrzymana)

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. Zarząd skutecznie optymalizuje koszty, co ma odzwierciedlenie w zmniejszeniu wskaźnika SG&A/mkw. o 2,6% r/r w 1Q'18. 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. W czerwcu Zarząd TXM zdecydował o emisji o wartości 8,6 mln PLN (4,3 mln akcji po 2 PLN/akcję) oraz o emisji obligacji o wartości 21 mln PLN zamiennych na 10,5 mln akcji spółki, w celu wsparcia kapitału obrotowego. Objęcie przynajmniej 25 mln PLN z emitowanych akcji/obligacji zadeklarowali główni akcjonariusze spółki (przynajmniej 5 mln Redan oraz przynajmniej 20 mln PLN fundusz Concordia 21). Pozyskane środki powinny pozwolić na skokową poprawę wyników spółki (oczekujemy, że spółka uzyska środki w lipcu'18). Uwzględniając od zakładanej poprawę sprzedaży spółki, obniżamy nasze oczekiwania wyników w latach 2018-20. W kalkulacji ceny docelowej uwzględniamy akcje serii G (4,3 mln akcji) oraz akcje serii H (10,5 mln akcji). Biorąc pod uwagę powyższe, korygujemy naszą cenę docelową do 3,48 PLN/akcję i podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne kupuj.

Cena bieżąca	1,28 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	3,48 PLN	+171,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**3,48 PLN**	**2018-07-04**
poprzednia	kupuj	5,44 PLN	2018-05-09

Podstawowe dane			**TXM PW**	**vs. WIG**
Ticker	TXM PW	Zmiana 1M	-7,9%	-5,3%
ISIN	PLTXM0000015	Zmiana YTD	-46,7%	-35,1%
Liczba akcji (mln)	44,9	Średni obrót 1M	0,03 mln PLN	
MC (mln PLN)	57,4	Średni obrót 6M	0,03 mln PLN	
EV (mln PLN)	102,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,9	-6,4%
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	409	465	499
EBITDA	22,9	-24,5	5,8	23,6	31,7
marża EBITDA	6,0%	-6,3%	1,4%	5,1%	6,4%
EBIT	16,6	-30,5	-0,5	16,8	24,4
Zysk netto	11,7	-36,2	-1,1	13,0	19,1
P/E	2,9	-	-	4,3	2,5
P/BV	0,5	0,9	1,2	1,0	0,7
EV/EBITDA	2,6	-	17,5	4,2	2,7
DPS	0,15	0,00	0,00	0,09	0,14
DYield	11,3%	0,0%	0,0%	7,3%	10,8%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA			-63,2%	-12,4%	-4,0%
Zysk netto			-117,6%	-15,5%	-4,0%
Sprzedaż/mkw.			-9,1 p.p.	+3,0 p.p.	+1,0 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	299	315	365	384
Słowacja (S)	5	6	13	20	26
Rumunia (S)	17	41	58	75	81
Polska (s/mkw. r/r)	-3,5%	-21,0%	5,4%	14,4%	2,2%
Rumunia (s/mkw. r/r)	5,2%	-29,8%	23,1%	11,9%	-5,9%
Przepływy oper.	**3**	**47**	**157**	**223**	**258**
Amortyzacja	6	6	6	7	7
Kapitał obrotowy	13	18	-4	-6	-4
Przepływy inw.	**-33**	**-19**	**-13**	**-10**	**-9**
CAPEX	-28	-19	-13	-10	-9
Przepływy fin.	**-6**	**28**	**3**	**-9**	**-8**
Dywidenda/buyback	-7	0	0	-5	-7
FCF	6	-25	-10	7	14
FCF/EBITDA	27%	104%	-175%	30%	43%
CFO/EBITDA	170%	40%	72%	72%	72%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Cykl konwersji zapasów	80	86	82	82	84
Cykl konwersji należności	22	4	4	4	4
Cykl konwersji zobowiązań	66	72	65	63	63
Cykl konwersji gotówki	36	18	21	23	24
MBNS	42,0%	38,6%	42,6%	43,6%	43,6%
Dług netto	26	35	45	43	37
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	-1,4	7,7	1,8	1,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	7,8	7,6	7,2	4,0	4,1	3,8
Maksimum	36,2	29,2	23,6	18,0	15,7	12,9
Mediana	14,6	13,1	13,1	7,5	7,5	7,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż/mkw.	314	342	351	354	354	355	349	345	344	343	343
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	409	465	499	525	547	570	583	598	617	636	648
EBITDA	6	24	32	33	33	36	35	35	38	38	38
marża EBITDA	1,4%	5,1%	6,4%	6,3%	6,1%	6,3%	6,1%	5,9%	6,1%	6,0%	5,9%
EBIT	-1	17	24	26	25	28	27	27	29	30	30
Podatek	-1	1	5	5	5	5	5	5	5	6	6
CAPEX	-13	-10	-9	-14	-9	-9	-9	-9	-9	-8	-8
Kapitał obrotowy	4	6	4	3	3	3	2	2	3	2	2
FCF	-10	7	14	11	17	19	20	19	21	23	23
PV FCF	-10	6	12	9	12	13	12	11	10	10	
WACC	3,6%	7,2%	7,5%	7,8%	8,3%	8,9%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	228
Dług netto	42
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	3,85

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	2,65
DCF	50%	3,85
cena wynikowa		3,25
koszt kapitału 9M		7,1%
cena docelowa za 9M		**3,48**

Inne

PBKM

trzymaj (bez zmian)

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

Notowania PBKM w ciągu ostatniego miesiąca były >5% gorsze od szerokiego rynku. Obecna wycena giełdowa jest 2% niższa od nasze ceny docelowej, stąd podtrzymujemy neutralne nastawienie do spółki. Przypominamy, że za 1Q'18 PBKM zaraportował wyniki wyższe od naszych oczekiwań o blisko 10% (po korekcie o zd. jednorazowe), jednak wynikało to w całości z pozostałej działalności operacyjnej. Stąd też same wyniki odbieraliśmy neutralnie i nie posiadamy na moment obecny podstaw do korekty prognoz dla PBKM w górę. Spółka w czerwcu uchwaliła wypłatę 0,9 PLN dywidendy na akcję, co implikuje niewielki DYield rzędu 1,2%. Podtrzymujemy neutralne podejście. Przypominamy także o informacjach o zakupie pakietu w Vita34. Podkreślamy, że przejęcie tak dużego podmiotu to wzrost ryzyka operacyjnego, co nie dostarcza nam powodów do optymizmu.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	74,80 PLN	
Cena docelowa	76,26 PLN	+2,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**trzymaj**	**76,26 PLN**	**2018-06-06**

Podstawowe dane			**BKM PW**	**vs. WIG**
Ticker	BKM PW	Zmiana 1M	+5,4%	+7,9%
ISIN	PLPBKM000012	Zmiana YTD	+6,9%	+18,4%
Liczba akcji (mln)	5,0	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	371,8	Średni obrót 6M	0,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	368,3	EV/EBITDA 12M fwd	6,8	+10,3%
Free float	48,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,2	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody	128,3	147,1	161,0	173,4	185,1
EBITDA	34,1	46,0	50,7	55,3	59,8
marża EBITDA	26,6%	31,3%	31,5%	31,9%	32,3%
EBIT	29,9	41,2	45,3	49,8	54,1
Zysk netto	22,1	30,6	33,9	37,4	40,6
P/E	16,8	12,1	11,0	10,0	9,1
P/BV	6,7	4,7	3,7	3,1	2,6
EV/EBITDA	10,9	8,0	7,3	6,7	6,2
DPS	1,41	1,56	2,62	3,41	3,76
DYield	1,9%	2,1%	3,5%	4,6%	5,0%
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%

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**

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%

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 włas.	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 włas.	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%	

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	328,1
Dług netto i inne korakty	-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

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 4 lipca 2018 o godzinie 8:32.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 4 lipca 2018 o godzinie 8:32.

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, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, 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 w transakcjach na akcjach: Asseco SEE, Cognor Holding, GetBack, 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 Shenhou, Yanzhou Coal Mining, Banpu Public, LW Bogdanka, Shaanxi Heimao, 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	Affilated Managers, AllianceBernstein, Altus, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Quercus, Schroders, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Paged, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmorin, West Fraser
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	przeważaj
data wydania	2018-06-22	2018-04-26	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	15,00	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	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-07-04	2018-06-22	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	42,86	42,86	47,00	49,20	45,00
kurs z dnia rekomendacji	36,40	37,30	43,40	42,40	40,40

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

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	sprzedaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-07-04	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
cena docelowa (CZK)	440,96	458,38	449,51	449,51	506,40	532,50	548,60	512,33	512,33	468,78
kurs z dnia rekomendacji	550,00	551,00	567,00	519,50	495,00	530,00	490,70	481,30	441,30	416,00

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-07-04	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	81,14	88,64	89,71	85,40	85,87	90,13	79,54	77,07
kurs z dnia rekomendacji	53,05	60,20	55,00	57,00	55,90	61,25	65,16	62,73

Comarch

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	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
cena docelowa (PLN)	166,50	166,50	166,50	180,00	205,00	185,00	195,00	195,00
kurs z dnia rekomendacji	145,00	131,50	155,00	177,00	178,30	163,50	178,50	195,00

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2018-06-15	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-31	2017-11-03	2017-08-29
cena docelowa (PLN)	24,90	25,30	24,90	25,70	24,40	24,40
kurs z dnia rekomendacji	22,76	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	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-06-22	2018-03-20	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	87,80	103,10	103,00	101,10
kurs z dnia rekomendacji	85,80	85,80	82,00	82,25

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
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
cena docelowa (PLN)	12,62	11,78	12,11	12,98	12,82	12,82	14,59	15,23
kurs z dnia rekomendacji	9,57	9,10	10,36	11,07	12,19	11,89	14,80	15,25

Energa

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
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
cena docelowa (PLN)	15,58	14,91	14,71	15,20	14,97	14,81	14,49	13,50	13,20
kurs z dnia rekomendacji	9,00	9,96	10,11	12,21	12,60	12,09	13,40	13,64	11,65

Erbud

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2017-12-15	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	22,00	23,10	29,60	29,40	28,70	29,80	31,30
kurs z dnia rekomendacji	14,90	19,40	21,60	21,30	20,60	24,70	26,00

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
data wydania	2018-06-06	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (EUR)	40,00	40,00	35,98
kurs z dnia rekomendacji	34,78	40,64	35,50

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
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
cena docelowa (PLN)	44,40	60,99	67,13	73,42	73,64	78,52	80,77	69,60	74,30	74,30
kurs z dnia rekomendacji	42,60	51,10	56,55	72,00	74,40	71,30	79,80	68,90	72,08	63,30

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
data wydania	2018-01-25	2017-10-24
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,67	3,60

i2 Development

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-06-22	2018-05-28	2018-01-12
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	15,40	17,30	14,90

ING BSK

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2018-07-04	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01
cena docelowa (PLN)	212,00	212,00	212,00	152,39
kurs z dnia rekomendacji	178,40	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	kupuj
data wydania	2018-07-04	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	107,00	115,23	109,12	108,14	120,71	122,30
kurs z dnia rekomendacji	77,50	86,66	79,32	86,78	92,80	101,00

JWC

rekomendacja	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-06-22	2018-03-29	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,48	4,16	4,41

Kernel

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

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	kupuj
data wydania	2018-06-22	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-26
cena docelowa (PLN)	3,58	3,50	3,74	3,54
kurs z dnia rekomendacji	2,39	2,70	3,10	2,69

Lokum Deweloper

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-06-22	2018-03-29	2018-01-25	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	18,80	17,80	18,00	16,30

Lotos

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-29	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	52,51	52,81	51,73	51,08	52,67	51,53	51,53	51,61	51,61	48,25
kurs z dnia rekomendacji	54,50	55,62	54,60	56,30	57,78	58,48	61,66	66,37	59,75	58,86

LPP

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-06-18	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)	10200,00	9500,00	9500,00	9500,00	9400,00	9900,00	8200,00	8400,00	8800,00
kurs z dnia rekomendacji	9 025,00	9 260,00	8 900,00	8 620,00	9 790,00	9 990,00	8 173,95	8 172,05	8 696,65

Mangata

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-06-22	2018-03-29
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	90,00	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	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (HUF)	2995,00	2954,00	2898,00	3027,00	3152,00	3104,00	3077,00	2865,00
kurs z dnia rekomendacji	2 654,00	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
data wydania	2018-04-06	2017-12-12
cena docelowa (PLN)	7,60	7,30
kurs z dnia rekomendacji	5,83	5,39

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
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
cena docelowa (PLN)	13,60	12,89	12,61	13,30	13,20	13,61	14,98	14,46
kurs z dnia rekomendacji	9,28	9,81	10,28	11,87	11,93	13,30	14,27	13,29

PGNiG

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02
cena docelowa (PLN)	8,28	8,17	7,96	7,51	7,65	7,73	7,73	7,73	7,57	7,25
kurs z dnia rekomendacji	5,53	6,20	5,71	5,98	6,58	6,03	6,63	6,79	6,83	6,75

PKN Orlen

rekomendacja	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	76,84	76,73	76,89	80,55	82,84	81,80	86,55	81,50
kurs z dnia rekomendacji	82,50	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	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-07-03	2018-04-06	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	23,50	30,93	34,70
kurs z dnia rekomendacji	24,88	32,70	33,20

Polnord

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2018-06-22	2018-02-02	2017-12-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	9,04	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	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-06-22	2018-04-03	2018-03-29	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,09	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	kupuj
data wydania	2018-07-04	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02	2017-09-01	2017-07-17
cena docelowa (PLN)	20,24	26,48	27,72	28,37	28,94	30,50
kurs z dnia rekomendacji	10,70	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
data wydania	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	2,76	2,73	2,98	3,38	3,23	3,64	3,89
kurs z dnia rekomendacji	2,01	2,38	2,69	3,08	3,10	3,75	3,92

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	2018-07-04	2018-05-09	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	3,48	5,44	5,41	5,74	5,77	6,10
kurs z dnia rekomendacji	1,28	2,10	2,36	2,02	1,99	2,97

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 Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
+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 46
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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl