mBank Dom Maklerski

mBank.pl

poniedziałek, 3 września 2018 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: wrzesień 2018

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Początek września i rozstrzygniecie kwestii taryf celnych określi kierunek rynku w kolejnych tygodniach. Przyspieszenie wzrostu PKB w USA oraz lepsze wyniki i PPK w Polsce to argumenty za wzrostem indeksów.

Ze spółek

Finanse

Pozostajemy pozytywni na sektor bankowy w CEE. Wyniki polskiego sektora bankowego zaskoczyły wolumenem kredytów detalicznych oraz poprawą marży a zagranicznych bardzo niskim kosztem ryzyka. Największy potencjał wzrostu widzimy w walorach Aliora, Pekao i Handlowego w Polsce, a w regionie w Komercni Banka i Erste Banku.

Chemia

Wyższe ceny gazu, węgla i energii są obecnie największym wyzwaniem dla chemii. Naszym top pickiem pozostaje Ciech, Azoty mogą zanotować techniczną odbitkę po ostatnich spadkach.

Paliwa

Krótki okres wysokich marż rafineryjnych powoli dobiega końca, a dyferencjał Ural/Brent spadł poniżej 0,5 USD/Bbl. Jednocześnie wrócił pozytywny sentyment na rynku ropy i gazu, co powinno wspierać spółki z dużą ekspozycją na segment E&P. Preferujemy akcje MOL-a oraz PGNiG.

Energetyka

Indeks WIG-Energia wyznaczył kolejne minima i to w otoczeniu rosnących marż na wytwarzaniu i pozytywnego zaskoczenia parametrami aukcji mocowych. Naszym zdaniem obawy rynku o rentowność obrotu są przesadzone i sentyment będzie się poprawiał wraz z konsensusem na 2019.

Telekomunikacja, media, IT

We wrześniu spodziewamy się wzmocnienia kursów spółek IT. Widzimy potencjał do wzrostów w ACP, ATD, ASE i CMR. Podtrzymujemy pozytywne podejście do AGO oraz WPL. Naszym faworytem wśród spółek telekomunikacyjnych pozostaje OPL.

Przemysł, surowce

Jak dotychczas 71% spółek przemysłowych poprawiło zeszłoroczne rezultaty i tyle samo podało wyniki, które były lepsze od naszych prognoz. Jak na razie wśród największych pozytywnych zaskoczeń wymienilibyśmy Alumetal, Apator, Cognor, Forte i Grupę Kęty. Według nas dobrych wyników w 2Q'18 należy oczekiwać jeszcze w Famurze i Kernelu. Obecnie najbardziej przekonani jesteśmy do inwestycji w akcje Amica, Famur, Forte i Kernel.

Budownictwo

Pierwsze publikacje wyników za 2Q potwierdzają obawy o kondycję sektora budowlanego. W spółkach budownictwa infrastrukturalnego najgorsze jeszcze przed nami.

Deweloperzy

Sezon wyników jak dotąd bez niespodzianek. Presja kosztowa ze strony wykonawców nie powinna przesłonić dobrych perspektyw sektora.

Handel

Spowolnienie dynamiki lfl w DNP względem poprzednich kwartałów w 2Q'18 negatywnie przełożyło się na notowania spółki. Podtrzymujemy pozytywne podejście do CCC, EUR, LPP, BTM oraz VST. Unikalibyśmy inwestycji w akcje EAT ze względu na oczekiwane spowolnienie dynamiki EBTIDA r/r w 2Q'18.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: 1AT, ACP, ALR, AMC, ASE, ATD, BTM, CCC, CIE, CMR, EBS, ECH, ENA, ENG, ERB, EUR, FMF, FTE, JSW, KGH, LCC, LPP, MOL, PEO, PFL, PGE, PGN, STL, UNI, TPE, VST

Negatywne: CEZ, KSW, LTS, MIL, PKN

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	60 201	+0,4%	-6%
ATX	3 300	-3,6%	-1%
BUX	37 233	+4,2%	-5%
PX	1 073	-1,8%	+4%
Indeksy sektorowe WIG		**1M**	**YTD**
WIG20	2 338	+1,8%	-4%
mWIG40	4 231	-2,6%	-10%
sWIG80	12 559	-3,7%	-11%
Banki	7 934	+0,2%	-6%
Budownictwo	2 102	-3,8%	-25%
Chemia	11 298	-6,3%	-26%
Energia	2 224	-8,2%	-26%
Górnictwo	3 608	-5,0%	-18%
Informatyka	2 044	-2,2%	+0%
Media	5 073	+6,9%	+6%
Nieruchomości	2 092	-2,3%	-5%
Odzież	6 917	+0,5%	-8%
Paliwa	6 992	+6,1%	-2%
Spożywczy	3 499	-2,1%	-4%
Telekomunikacja	624	-3,5%	-16%
Top 5 / Worst 5		**1M**	**YTD**
Kopex	1,81	+82,8%	-52%
CFI Holding	0,55	+34,1%	+53%
CI Games	1,08	+25,6%	+5%
Prairie Mining	1,57	+24,6%	+7%
Kęty	387,50	+20,9%	+2%
Erbud	9,60	-34,7%	-49%
Altus TFI	4,80	-39,1%	-62%
Idea Bank	4,29	-42,6%	-81%
PCM	6,02	-49,8%	-79%
Getin Holding	0,25	-56,9%	-82%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
AmRest	trzymaj ▲	426,00 PLN ►
Asseco Poland	akumuluj ▲	49,00 PLN ▲
BZ WBK	akumuluj ▼	430,00 PLN ►
Energa	kupuj ►	15,27 PLN ▼
Erbud	kupuj ►	14,40 PLN ▼
Grupa Azoty	trzymaj ►	41,13 PLN ▼
Grupa Kęty	trzymaj ►	367,45 PLN ▲
JSW	kupuj ►	98,00 PLN ▼
KGHM	kupuj ►	104,21 PLN ▼
Lotos	sprzedaj ►	57,21 PLN ▲
MOL	kupuj ▲	3296,00 HUF ▲
PGNiG	kupuj ►	7,86 PLN ▼
PKN Orlen	sprzedaj ►	81,38 PLN ▲
Stelmet	kupuj ►	20,45 PLN ▲
Tauron	kupuj ►	2,77 PLN ▲
Wirtualna Polska	akumuluj ▼	60,00 PLN ►

mBank Dom Maklerski

Spis treści

1. Rynek akcji ... 3
2. Sektory ... 5
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu ... 9
4. Prognozy i rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku na tle konsensusu ... 10
5. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku ... 11
6. Statystyki rekomendacji ... 14
7. Kalendarium wydarzeń ... 15
8. Makroekonomia ... 16
9. Finanse ... 18
9.1. Alior Bank ... 18
9.2. BZ WBK ... 19
9.3. Getin Noble Bank ... 20
9.4. Handlowy ... 21
9.5. ING BSK ... 22
9.6. Millennium ... 23
9.7. Pekao ... 24
9.8. PKO BP ... 25
9.9. Komercni Banka ... 26
9.10. Erste Bank ... 27
9.11. OTP Bank ... 28
9.12. PZU ... 29
9.13. Kruk ... 30
9.14. Skarbiec Holding ... 31
10. Chemia ... 32
10.1. Ciech ... 32
10.2. Grupa Azoty ... 33
10.3. Polwax ... 34
11. Paliwa ... 35
11.1. Lotos ... 35
11.2. MOL ... 36
11.3. PGNiG ... 37
11.4. PKN Orlen ... 38
12. Energetyka ... 39
12.1. CEZ ... 39
12.2. Enea ... 40
12.3. Energa ... 41
12.4. PGE ... 42
12.5. Tauron ... 43
13. Telekomunikacja, media, IT ... 44
13.1. Netia ... 44
13.2. Orange Polska ... 45
13.3. Play ... 46
13.4. Agora ... 47
13.5. Cyfrowy Polsat ... 48
13.6. Wirtualna Polska ... 49
13.7. Asseco Poland ... 50
13.8. CD Projekt ... 51
13.9. Comarch ... 52
14. Przemysł, surowce ... 53
14.1. Famur ... 53
14.2. Grupa Kęty ... 54
14.3. JSW ... 55
14.4. Kernel ... 56
14.5. KGHM ... 57
14.6. Stelmet ... 58
15. Budownictwo ... 59
15.1. Budimex ... 59
15.2. Elektrobudowa ... 60
15.3. Erbud ... 61
15.4. Unibep ... 62
16. Deweloperzy ... 63
16.1. Atal ... 63
16.2. Capital Park ... 64
16.3. Dom Development ... 65
16.4. Echo Investment ... 66
16.5. GTC ... 67
16.6. LC Corp ... 68
17. Handel ... 69
17.1. AmRest ... 69
17.2. CCC ... 70
17.3. Dino ... 71
17.4. Eurocash ... 72
17.5. Jeronimo Martins ... 73
17.6. LPP ... 74
17.7. TXM ... 75
18. Inne ... 76
18.1. PBKM ... 76

Rynek akcji

Dobre dane makro, bardziej gołębia retoryka Powella z FED oraz lepsze niż oczekiwano wyniki za 2Q pozwoliły S&P500 osiągnąć nowy historyczny szczyt – tym samym indeks rośnie już 8,5% YTD i 17% y/y. W 3Q analitycy Evercore ISI oczekują wzrostu nominalnego PKB na poziomie 5,8% (realnie +3,1%), co będzie najwyższą dynamiką wzrostu od 15 lat i co znajdzie odzwierciedlenie w dalszej poprawie EPS. W takim otoczeniu trudno zakładać odwrócenie trendu wzrostowego – jeżeli tylko nie nastąpią nieprzewidywalne negatywne szoki rynkowe. W krótkim okresie (5 września), negatywnie na rynek amerykański i sentyment do akcji globalnie może wpłynąć decyzja o wprowadzeniu kolejnej transzy ceł na chińskie produkty (naszym zdaniem po porozumieniu USA-UE rynek większe prawdopodobieństwo przykładał do kompromisu i złagodzenia stanowiska USA). Jak na razie wizja wojny celnej nie przeszkadza gospodarce amerykańskiej w przeciwieństwie do słabnącego wzrostu w Europie, gdzie zarówno dane rzeczywiste, jak i wskaźniki wyprzedzające zaskakują negatywnie i co jest odzwierciedlone w zachowaniu indeksów (DAX: 7% do szczytu). Rynki europejskie są znacznie bardziej podatne na dalsze rozstrzygnięcia ws. taryf celnych USA-Chiny. Największe ryzyko ponownie pojawia się na peryferiach Strefy oraz we Włoszech (możliwe obniżki ratingu). Pomimo eskalacji kolejnych kryzysów na rynkach wschodzących (Turcja, Argentyna, Brazylia), indeks MSCI EM wreszcie pokazuje relatywną siłę, czego beneficjentem jest GPW (plus rebalancing FTSE) i WIG20. Akcje małych i średnich spółek – pomimo atrakcyjnych wycen, niezłych wyników za 2Q, a przede wszystkim lepszej perspektywy na kolejne kwartały – zachowują się słabo pod ciężarem umorzeń w TFI (za 7 miesięcy br. – 2,9 mld PLN). Naszym zdaniem apogeum umorzeń powinno pojawić się we wrześniu, po czym ten negatywny element będzie słabł. Czynnikiem pozytywnym w długim okresie – również dla segmentu MiŚ – jest program PPK, który został właśnie przyjęty przez Rząd. Według naszych szacunków od połowy 2019 roku program będzie w istotny sposób zasilał rynek w lokalny kapitał (teraz kluczowym pytaniem pozostaje, co Rząd zrobi z OFE; widzimy argumenty za tym, że powinien wspierać GPW).

USA kontra Chiny

Oprócz dobrych wyników spółek w USA oraz stabilnego makro, głównym tematem w globalnym spojrzeniu na rynki pozostaje nierozstrzygnięta kwestia negocjacji USA-Chiny ws. ceł. Po tym jak pojawiło się wstępne porozumienie UE-USA ws. ceł na samochody, a Chiny zadeklarowały chęć powrotu do rozmów, rynki przyjęły, że kolejna runda podwyższania taryf (o wartości 200 mld USD) nie jest taka pewna (pozytywna reakcja). Jednak wraz z upływem czasu porozumienie nie pojawia się, a termin wprowadzenia nowych stawek celnych jest coraz bliższy (5 września). Trudno jest nam spekulować, czy dojdzie do porozumienia czy przyjęcia dotychczasowych zapowiedzi taryf. W drugim przypadku rynki zareagują negatywnie (ryzyko co najmniej średnioterminowej korekty: 5-10%).

Strefa euro nadal nieco słabiej od oczekiwań

Wstępne odczyty wskaźników wyprzedzających w strefie euro ponownie nie nastrajają wielkim optymizmem, szczególnie w przemyśle dla którego PMI obniżył się w sierpniu do 54,6 pkt z 55,1, tj. najniżej od końcówki 2016 roku. Największe spadki wskaźnika dotyczą krajów peryferyjnych, a szczególnie niepokojąco wygląda silne obniżenie się nastroju i oczekiwań przedsiębiorstw na kolejne miesiące. Nadal pojawiają się niskie odczyty jeśli chodzi o poziom zamówień eksportowych przy jednoczesnym zmniejszaniu się problemów po stronie zaopatrzenia (dotychczas istotny problem hamujący wzrost), co z kolei sugeruje coraz słabszy popyt. Nadal słabo wyglądają również realne dane z niemieckiego przemysłu, który od początku roku systematycznie negatywnie zaskakuje inwestorów (zarówno lipcowe dane o produkcji przemysłowej -0,9% m/m, jak i czerwcowe dane o nowych zamówieniach -4,0% m/m) i co przekłada się na obniżki konsensusu prognoz wyników. Spadek nowych zamówień dotyczy zarówno strefy euro, jak i krajów spoza niej, więc same obawy o wojnę handlową nie tłumaczą sytuacji. Szczególnie dotknięty negatywnym momentum jest przemysł samochodowy, którego udział w DAX stanowi zaledwie 12%, ale już 33% zysków. W takim otoczeniu zewnętrznym polska gospodarka nadal radzi sobie dobrze, a dynamika produkcji przemysłowej w lipcu osiągnęła 10% wzrost r/r. Nasi makroekonomiści zauważają jednak, że chociażby ze względu na bazę porównawczą i układ kalendarza w kolejnych miesiącach, dynamika ta będzie się już obniżać. Jeżeli dojdzie do tego dalsze spowolnienie w strefie, możemy mieć do czynienia z negatywnymi zaskoczeniami. Akurat kiedy spółki zaczęły raportować lepsze wyniki…

Kolejne kryzysy na EM, jednak bez odpływu środków z ETF

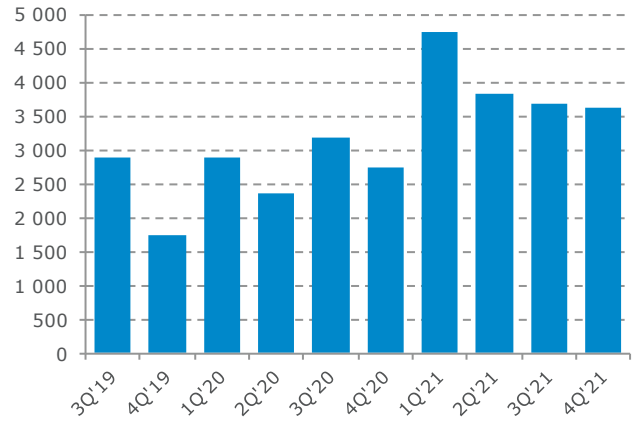
Od dłuższego czasu zaostrzanie polityki monetarnej przez FED i umocnienie USD oraz ryzyko wzrostu barier celnych w międzynarodowym handlu negatywnie wpływały na waluty rynków wschodzących, jednak ostatnie miesiące przyniosły silną eskalację kryzysów ekonomicznych i politycznych w wybranych krajach EM. Rynki kapitałowe szczególnie dotkliwie reagowały na sytuację w Turcji, gdzie wprowadzenie kolejnych restrykcji handlowych przez USA i brak reakcji ze strony tureckiego banku centralnego na sytuację na rynku walutowym doprowadziły do dewaluacji TRY o 73% YTD. Sytuacja w Turcji ma szerszy kontekst, ponieważ inwestorzy obawiają się o potencjalne straty, jakie poniosą banki europejskie mające ekspozycję na rynek turecki, nie bez znaczenia jest również malejąca siła nabywcza tego rynku w kontekście produkcji przemysłowej w takich krajach jak np. Niemcy. Brak reform to główny powód postępującego chaosu w Argentynie (dewaluacja ARS o 102% YTD) oraz Brazylii (dewaluacja BRL o 25% YTD). Podczas gdy Argentyna nie jest nawet składnikiem MSCI EM (może wejść do indeksu w 2019 r.), to udział Brazylii wynosi w nim 5,8%. Niski udział „problematycznych" rynków może tłumaczyć niewielki wpływ wspomnianych kryzysów na przepływy kapitału do funduszy ETF dedykowanych na EM. W ostatnim miesiącu pozyskały one netto 1,6 mld USD.

PPK – jaki wpływ na rynek?

27 sierpnia Rada Ministrów przyjęła projekt ustawy wprowadzającej PPK, co kończy etap niekończących się spekulacji i istotnie zwiększa prawdopodobieństwo pojawienia się nowego systemu oszczędzania emerytalnego. Finalny projekt niewiele różni się od opisywanych już przez nas koncepcji, dlatego pomijamy ich opis i koncentrujemy się na wpływie PPK na rynek kapitałowy. Na podstawie zatrudnienia w różnej wielkości przedsiębiorstwach (szacunki nie uwzględniają sektora finansowego) i wysokości wynagrodzenia w tychże grupach przedsiębiorstw oszacowaliśmy przybliżoną wysokość napływu środków do PPK w poszczególnych latach. W naszych obliczeniach zakładamy docelowy poziom partycypacji na poziomie 70% (przy odpowiednich działaniach „promocyjnych" Rządu – odwrotnych do tych z roku 2014, naszym zdaniem poziom realny, ze względu na obowiązkowy zapis w pierwszym

kwartale 100%) oraz składkę łączną płaconą przez pracownika i pracodawcę w wysokości 3,5% od wynagrodzenia (dodatkowo 240 PLN w skali roku plus jednorazowo 250 PLN za przyłączenie się do systemu z Funduszu Płac). Od lipca 2019 do systemu wchodzą firmy zatrudniające powyżej 250 pracowników, tj. najliczniejsza grupa zatrudnionych (ok. 42% przeciętnego zatrudnienia w przedsiębiorstwach), a jednocześnie zarabiająca najwięcej (blisko 20% powyżej średniej). Ponieważ mamy tu do czynienia jedynie z dwoma składkowymi kwartałami drugiego półrocza 2019, do PPK może trafić ok. 4,6 mld PLN, z czego na rynek akcji ok. 1,5 mld PLN (33% portfela). Przyjmując analogiczną metodę dla kolejnych grup przedsiębiorstw przyłączanych do programu (styczeń 2020: zatrudnienie 50-250, lipiec 2020: zatrudnienie 49-20 – w naszych wyliczeniach ze względu na dostępność danych GUS dla grupy do 10, styczeń 2021: zatrudnienie poniżej 20 i sektor publiczny), można oszacować napływ oszczędności w wysokości 11,2 mld PLN w 2020 i 15,9 mld PLN w 2021. Dla segmentu akcyjnego oznaczałoby to poziom odpowiednio: 3,7 mld PLN i 5,3 mld PLN.

Kwartalny napływ środków do PPK (mln PLN)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Czy są to kwoty mogące zmienić obraz rynku akcyjnego? W naszej ocenie w 2019, poza sentymentem i dyskontowaniem przyszłości, realnie nie (środki w PPK zaczną pojawiać się dopiero za rok i będą stanowić ok. 25% tego co zabiera w skali roku „suwak" w OFE). W kolejnych latach będzie to istotne zasilenie rynku w lokalny kapitał z opcją wzrostu w kolejnych latach wraz z rosnącymi wynagrodzeniami i zatrudnieniem. Na pewno jest to system, który pomoże GPW, jednak jak duży będzie to wpływ będzie zależne m.in. od: 1) przede wszystkim jak potoczy się dalej „reforma" OFE; 2) tego w jakiej fazie cyklu i wysokości obrotów (poziom płynności) znajdzie się sam rynek (szczególnie czy nałoży się to na jednoczesną podaż/popyt ze strony ETF); 3) czy odwróci się negatywny trend przepływów do TFI (teoretycznie Rząd powinien wspierać GPW jeżeli zależy mu na wysokiej partycypacji w PPK, od początku roku odpływy netto z funduszy akcyjnych i absolut return wynoszą już 2,9 mld PLN).

Nowością rządowego projektu PPK są limity inwestycyjne dla części akcyjnej portfela: minimum 50% aktywów netto w akcjach z WIG20, minimum 20% w akcjach na rynkach zagranicznych (OECD), maksymalnie 20% w akcjach spółek z WIG40 i maksymalnie 10% dla pozostałych spółek (small caps). W naszych szacunkach przyjęliśmy prognozowaną strukturę portfela w następujący sposób: WIG20 60%, akcje zagraniczne 20%, WIG40 13%, pozostałe 7%. Przy takich założeniach napływy kapitału do poszczególnych segmentów rynku akcji wynoszą jak w tabeli poniżej.

Szacowana alokacja napływów do PPK w akcje

(mln PLN)	2019P	2020P	2021P
WIG20	917	2 221	3 152
sWIG	107	259	368
mWIG	199	481	683
Zagranica	306	740	1 051
Razem	**1 529**	**3 701**	**5 254**

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Pomimo, że z limitów wynika duża preferencja dla płynności portfela (WG20 i akcje zagraniczne) to jednak zwracamy uwagę, że uwzględniając płynność rynku tak oszacowane środki będą miały porównywalny wpływ na wyceny małych i średnich spółek co spółek z WIG20 (napływy do mid&small caps w 2020 r. / obroty w mid&small caps w 2Q'18 = 7,1%; napływy do WIG20 w 2020 r. / obroty na WIG20 2Q'18 = 5,9%).

W kontekście PPK, duże znaczenie na bilans przepływów kapitałowych w ramach lokalnych funduszy (obecnie silne odpływy) ma dalsza przyszłość OFE. Przy dużych (ok. 6 mld PLN rocznie) negatywnych przepływach OFE-ZUS, w pierwszym okresie wpływ PPK – pomimo, że pozytywny – będzie niewielki. Logiczne wydaje się natomiast to, że obecnie Rząd będzie chciał dokończyć zmiany w OFE, a jednocześnie powinno zależeć mu na odbudowie zaufania do rynku kapitałowego (wyższe stopy zwrotu to teoretycznie wyższy poziom partycypacji w PPK, „zabicie" GPW podażą akcji z OFE w długim terminie oznacza odpływ oszczędzających w PPK). Jeżeli przyjęlibyśmy założenie, że zmiany w OFE będą wyglądały tak jak proponował to M. Morawiecki jeszcze na początku 2016 r. to: 1) do Funduszu Rezerwy Demograficznej trafi 25% aktywów netto; 2) pozostałe aktywa zostaną przeniesione do prywatnie zarządzanych firm (również z przekształcenia OFE); 3) zmienią się zasady inwestowania funduszy; 4) zniesiony zostanie „suwak". Ten ostatni element oznaczałby, że „nowe OFE" nie mają umorzeń przez najbliższych kilka lat… a to istotna zmiana rynkowa. Na koniec czerwca br. aktywa inne niż akcje polskie stanowiły 22,6% aktywów netto funduszy (35,6 mld PLN, 25% aktywów to 39,25 mld PLN). Na początku 2016 r., kiedy Morawiecki ogłaszał projekt było to 23,5% (25% aktywów netto to 35,8 mld PLN). Czynnikiem negatywnie wpływającym na rynek w takim scenariuszu byłoby dywersyfikowanie portfela w dłuższym okresie, który składałby się tylko z polskich akcji. Bez poznania szczegółów zmian trudno obecnie spekulować, czy Rząd stworzy mechanizmy chroniące GPW czy głównym priorytetem będzie skala transferu do ZUS. Uwzględniając cały kontekst bardziej racjonalne wydaje się pierwsze rozwiązanie.

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

Sektory

Finanse

- Wyniki sektora bankowego zaskoczyły pozytywnie w całym regionie. Dobra sytuacja gospodarcza przekłada się w Polsce na rekordowe wolumeny kredytów detalicznych, a w regionie przejawia się podwyżkami stóp procentowych oraz rozwiązaniem salda rezerw. Potencjalnym zagrożeniem w średnim terminie pozostaje koszt ryzyka, który w przypadku polskiego sektora jest podwyższony w korporacjach, zaś w regionie ulegnie normalizacji, co negatywnie wpłynie na rentowność. Niemniej jednak pozostajemy pozytywni na perspektywy sektora bankowego i zalecamy jego przeważenie.
- Nieoczekiwanie na nowo ożyła dyskusja na temat wprowadzenia w życie ustawy o wsparciu kredytobiorców hipotecznych (tzw. frankowa). Według przewodniczącego Sejmowej Komisji Finansów ustawa powinna zostać uchwalona jeszcze w październiku br. Szacujemy, że największy wpływ ustawa będzie miała na konsensus Banku Millennium (34% konsensusu na 2019 przy maksymalnej rocznej stawce 2,0%), a następnie 12% w PKO BP oraz 9% w BZ WBK.
- Pośród polskich banków największy potencjał wzrostu widzimy w Alior Banku, Pekao oraz Banku Handlowym, których wspólnym mianownikiem jest brak znaczącej ekspozycji na kredyty CHF. Uwikłane w fuzję, która finalnie się nie odbędzie, Alior oraz Pekao wyraźnie odstawały w roku obecnym od pozytywnego zachowania indeksu WIG Banki. W przypadku Bank Handlowego oczekujemy wzrostu konsensusu i nominalnej dywidendy po dobrych wynikach za 1H'18.
- Zalecamy także kupno banków w regionie takich jak Komercni Bank, Erste Bank czy OTP, które naszym zdaniem również są atrakcyjnie wycenione. Uważamy, że wyniki za 1H'18 powinny przełożyć się na wzrost oczekiwań rynku oraz sentyment do spółek.
- **Kluczowe rekomendacje**: Alior Bank (kupuj), Erste Bank (kupuj), Bank Millennium (sprzedaj)

Chemia

- Obserwując zachowanie indeksów MSCI Chemicals spółki chemiczne nie tylko w Polsce zmagają się z rosnącymi kosztami surowców energetycznych. Wyższe ceny gazu, węgla i energii są obecnie największym wyzwaniem dla chemii.
- Słabe wyniki Grupy Azoty powodują, że konsensus rynkowy będzie musiał się obniżyć do około 950 mln PLN na poziomie EBITDA na 2018 rok (obecnie 1,1 mld PLN). To implikowałoby, że kurs akcji powinien podążać w kierunku 30 PLN/akcja. Z drugiej strony obecnie Spółka notowana na wskaźniku EV/EBITDA'18 z około 10% dyskontem do swoich 3-letnich średnich, co według nas łagodzić będzie dalszą korektę.
- Grupa Ciech obecnie notowana jest z około 40% dyskontem na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA do swoich 3-letnich średnich oraz z około 20-50% dyskontem do spółek porównywalnych. Ciech pozostaje naszym faworytem z Chemii, mimo oczekiwanych słabszych wyników 2Q'18.
- **Kluczowe rekomendacje**: Ciech (kupuj)

Paliwa

- Końcówka sierpnia przyniosła odbicie notowań ropy w kierunku 80 USD/Bbl, czemu sprzyjają dalsze spadki zapasów oraz doniesienia o problemach ze wzrostem produkcji w krajach OPEC po przywróceniu sankcji na Iran. Sprzedaż zapasów z rezerwy obowiązkowej USA również zostało odebrane jako potwierdzenie napiętego bilansu na rynku.
- Drożejący surowiec zaczyna już ciążyć na marżach rafineryjnych, które akurat w sierpniu były jeszcze wysokie za sprawą problemów logistycznych w Europie (niski stan rzek utrudniał transport paliw). Obecnie widzimy już presję na produktach ciężkich, ale pogorszenia należy tez oczekiwać na benzynie (zapasy w USA, rekordowy przerób w rafineriach). Regionalnym rafineriom przestał sprzyjać też dyferencjał Ural/Brent (ostatnie odczyty poniżej 0,5 USD/Bbl z uwagi na dalszy spadek dostępności ropy rosyjskiej w Primorsku).
- W przypadku petrochemii zanotowaliśmy w ostatnich tygodniach niewielkie odbicie, ale ostatnie wzrosty cen surowca mogą szybko zakończyć tę korektę w obliczu zaplanowanych uruchomień nowych mocy w USA i braku symptomów złagodzenia rozpoczętej wojny celnej USA-Chiny.
- Warto odnotować ostatni mocny wzrost cen gazu na europejskim rynku (ponad 20% w sierpniu), co będzie wywierać presję na koszty w sektorze petrochemicznym i przemyśle ogółem. Wspiera to natomiast wyniki sektora wydobywczego (PGN, MOL, LTS) i poprawia rentowność kontraktów importowych PGNiG powiązanych z ropą (LNG, Gazprom).
- **Kluczowe rekomendacje**: Lotos (sprzedaj), MOL (kupuj), PGNiG (kupuj), PKN Orlen (sprzedaj)

Energetyka

- Notowania CO_2 wzrosły w sierpniu powyżej 21 EUR/t z 17 EUR/t z końca lipca, co wraz z drożejącym węglem w portach ARA (+8% m/m na kontrakcie rocznym) wywindowało ceny energii na przyszły rok na rynku niemieckim powyżej 50 EUR/MWh. Co ciekawe w tym otoczeniu poprawił się modelowy CDS dla elektrowni węglowej.
- W Polsce ceny energii również biją rekordy i roczny benchmark przekracza już 254 PLN/MWh, ale co ważniejsze z punktu widzenia sektora wytwórczego, jednocześnie poprawiają się teoretyczne spready elektrowni. Według naszych szacunków CDS dla węgla brunatnego wzrósł m/m o 11 PLN/MWh (YTD +5 PLN/MWh), dla nowych zintegrowanych pionowo bloków na węgiel kamienny o 14 PLN/MWh (YTD +26 PLN/MWh), a dla „starych" bloków węglowych z własną kopalnią o 12 PLN/MWh (YTD o 14 PLN/MWh).
- W sierpniu ME opublikowało rozporządzenie z parametrami aukcji mocowej. Zarówno poziom popytu PZM, jak i ceny maksymalne są naszym zdaniem pozytywnym zaskoczeniem i pozwalają z umiarkowanym optymizmem oczekiwać aukcji pod koniec roku.
- Ta poprawa perspektyw dla generacji przeszła jednak bez echa, WIG-Energia był gorszy od szerokiego indeksu WIG i branżowego MSCI Utilites Europe, a polskie spółki energetyczne zanotowały kolejne minima.
- Rynek „zdiagnozował" w tych warunkach nowe ryzyko dla sektora, jakim ma być załamanie rentowności segmentu obrotu z uwagi na brak podwyżek taryfy G. Podobno Spółki dostały od ministra zakaz składania wniosków do URE, które już zresztą zapowiedziało że widzi przesłanki do podwyżek cenników i nie rekomenduje ich odkładania na lata kolejne. Naszym zdaniem obawy inwestorów są

przesadzone, gdyż już teraz spółki podnoszą ceny dla klientów „domowych" spoza taryfy i trudno zakładać, że Zarządy na własne życzenie wygenerują straty idące w setki mln PLN. Poza tym oczekujemy poprawy marż na klientach komercyjnych z uwagi na spadek presji konkurencyjnej (problemy alternatywnych dostawców, słabe wyniki w tym segmencie w tym roku).

- Polski sektor energetyczny jest obecnie notowany średnio poniżej 3,5 EV/EBITDA, mimo że właśnie wchodzi w okres dodatnich FCF. Oczywiście kluczowa jest kwestia dystrybucji tych nadwyżek gotówki i na razie trudno doszukać się w wypowiedziach ministra energii zmiany retoryki w sprawie dywidend. Niemniej jednak okres marketingu Pracowniczych Programów Emerytalnych może stanowić katalizator do zadbania o sentyment wokół tych giełdowych maruderów.
- **Kluczowe rekomendacje**: CEZ (sprzedaj), Enea (kupuj), Energa (kupuj), PGE (kupuj), Tauron (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- Po podpisaniu przez T-Mobile umowy w sprawie hurtowego dostępu do sieci FTTH Orange Polska w zakresie transmisji danych oraz przejęciu kontroli nad Netią przez Cyfrowy Polsat, Play pozostaje jedynym niekonwergentnym operatorem na polskim rynku. Nowy prezes Zarządu uzasadnił strategię tylko mobilnego telekomu w Polsce, jednak nie przekreślił jednoznacznie wejście w segment stacjonarny. Ograniczony potencjał do budowy oferty konwergentnej vs. trzech pozostałych MNO naszym zdaniem wkrótce zmusi Play do zmiany strategii.
- Zmiana strategii Cyfrowego Polsatu i T-Mobile wpisuje się w trendy na rynku telekomunikacyjnym w całej Europie. 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.
- 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 sierpniu'18 WIG Info spadł o 0,2%, a od początku roku o 1,1% (vs. +1,4% i -4,8% WIG odpowiednio). WIG Info był nieco gorszy niż MSCI IT EU, luka (obecnie ok. 12 p.p.) z notowaniami tego indeksu, która pojawiła się w połowie kwietnia'18 nie została wciąż zamknięta. Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 15,5x i jest 1,0% powyżej historycznej średniej z 3 lat.
- W sierpniu'18 wzrost notowań kursu zanotowały tylko 2 z 7 pokrywanych przez nas spółek IT, największe w przypadku spółek: ALL (+11,6%) i ACP (+2,8%).
- Trwa obecnie sezon wyników za 2Q'18. Wszystkie spośród trzech spółek, które zaraportowały już odczyty finansowe, zaskoczyły pozytywnie. Powinno to wspierać sentyment do sektora, stąd liczymy na wzrost indeksu WIG Info we wrześniu.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: Asseco Poland (akumuluj), Orange Polska (kupuj), Agora (kupuj), Wirtualna Polska (akumuluj), Comarch (akumuluj), Atende (przeważaj), Asseco SEE (przeważaj)

Przemysł

- Wyraźna poprawa wyników w spółkach przemysłowych w 2Q'18 przełożyła się na zatrzymanie spadku indeksu cenowego złożonego ze spółek tego sektora. Jak dotychczas 71% spółek poprawiło zeszłoroczne rezultaty i tyle samo podało wyniki, które były lepsze od naszych prognoz. Zarówno przy prognozach kwartalnych, jak i czerwcowej publikacji „spółek przemysłowych" zwracaliśmy uwagę na zmianę trendu wyników w sektorze przemysłu w 2Q'18. Jak na razie wśród największych pozytywnych zaskoczeń wymienilibyśmy Alumetal, Apator, Cognor, Forte i Grupę Kęty. Według nas dobrych wyników w 2Q'18 należy oczekiwać jeszcze w Famurze i Kernelu.
- Największymi wyzwaniami dla spółek w sektorze przemysłowym są obecnie rosnące ceny energii elektrycznej i surowców energetycznych (gaz, węgiel). O ile emitenci w większości zabezpieczyli swoje potrzeby na 2018 roku, to w 2019 roku należy oczekiwać wzrostów w związku z dynamicznym obecnie wzrostem cen.
- Spółki wciąż pozostają beneficjentami osłabienia PLN (wskaźnik PPI na najwyżej od 2016 roku). Powoli Zarządy informują o podwyżkach cen produktów.
- Obecnie najbardziej przekonani jesteśmy do inwestycji w akcje Amica (przełamanie spadkowej dynamiki oczyszczonych rezultatów w 2Q'18; dwucyfrowe dyskonta do innych producentów AGD; spółka notowana z około 40% dyskontem do swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA), Famur (wyraźny wzrost r/r wyników w 2Q'18, ceny na górniczym zapleczu; ponad 7% DYield w 2018 i 2019 roku), Forte (wyraźne przełamanie wyników w 2Q'18; spółka notowana z około 20-26% dyskontem do swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA; odbicie indeksu IFO Expectations w przemyśle meblarskim w Niemczech) i Kernel (wyraźne przełamanie spadkowego trendu w wynikach za 2Q'18; dynamiczna poprawa wyników w 2019 roku).
- Z mniejszych spółek naszym faworytem pozostaje Pozbud.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: Amica (przeważaj), Famur (kupuj), Forte (przeważaj), Kruszwica (Niedoważaj), Pfleiderer Group (przeważaj), Pozbud (przeważaj), Stelmet (kupuj).

Wydobycie

- Rynek metali przemysłowych naszym zdaniem znajduje się na rozdrożu. Z jednej strony popytowi na metale sprzyja korzystne momentum w Azji (czwarty miesiąc z rzędu rosnącego importu netto miedzi do Chin, wzrost akcji kredytowej w Chinach, spadające monitorowane zapasy na giełdach, rosnąca produkcja wyrobów stalowych i wzrost importu węgla koksowego). Z drugiej zaś ryzyko nasilenia wojny handlowej między USA a Chinami wzbudza obawy o przyszłą koniunkturę w Państwie Środka i uderza w sentyment wokół metali przemysłowych.
- Ceny miedzi w ostatnich dwóch miesiącach praktycznie podążały za notowaniami walut rynków wschodzących (EM) oraz ilością netto otwartych pozycji spekulacyjnych. Liczba otwartych pozycji spekulacyjnych na miedzi spadła lokalnie w VIII'18 do najniższego poziomu od początku 2017 roku (obecnie kilka tys. sztuk na minusie). Dodatkowo ilość otwartych pozycji aktywnych inwestorów finansowych na COMEX sięga -30 tys. sztuk i jest najniższa od 2016 roku. Obecnie po korekcie cen

inwestorzy mogą decydować się na zamykanie zyskownych pozycji, co sprzyjałoby technicznemu odbiciu cen.

- Mimo szans na czasowe wstrzymanie wydobycia w największej kopalni miedzi na świecie Escondida związki i zarządca kopalni doszli do porozumienia i ostatecznie udało się uniknąć strajku. Zamiast tego pojawiły się problemy w wydobyciu w trzech mniejszych projektach wydobywczych - (Andida 200 tys. ton rocznie, Las Bambas 380 tys. ton rocznie, Antucoya 80 tys. ton rocznie).
- Wysoka produkcja stali na świecie (duża ilość globalnie prowadzonych projektów infrastrukturalnych) oraz zwiększające się obłożenie mocy produkcyjnych pozytywnie przekłada się na ceny stali. Po bardzo dobrym zachowaniu się cen stali w ostatnich dwóch miesiącach w końcówce sierpnia ceny uległy korekcie (efekt zaostrzenia wojny handlowej na linii Chiny-USA).
- Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na dobre zachowanie cen koksu w Chinach w drugiej połowie sierpnia. Powodem były informacje o planowanych kontrolach środowiskowych w koksowniach w regionie Shanxi. Ten odpowiada za 1/5 produkcji koksu w Chinach. Dodatkowo rząd zapowiedział kontrole środowiskowe ciężarówek przewożących węgiel i koks z regionu Shanxi do północnych portów.
- Wojna handlowa między USA, a Turcją ma znaczący wpływ na zachowanie się rynku złomu stali, jako że USA są największym jego eksporterem, a Turcja największym importerem. Około 25% eksportu złomu z USA znajduje swoje miejsce w Turcji. Wyższe cła na import stali z Turcji oraz osłabienie liry wpłynęło na 9% przecenę cen złomu w sierpniu. W efekcie marża producentów elektrycznych na produkcji pręta żebrowanego wzrosła w VII'18 o 30% do najwyższego od wielu lat poziomu. Beneficjentem takiej sytuacji może być Cognor, który przetapia złom w Polsce, a produkty sprzedaje na terenie Unii Europejskiej (prawdopodobnie największy beneficjent obecnego kryzysu w Turcji).
- Po słabym, pod względem wolumenów importu węgla koksowego do Chin początku roku, w kwietniu i kolejnych miesiącach import wraca do normalności. Import węgla koksowego do Chin w lipcu wyniósł 7,44 mln ton (+35,8% r/r).
- 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).
- **Kluczowe rekomendacje**: KGHM (kupuj), JSW (kupuj

Budownictwo

- W branży budowlanej wciąż nie widać wielu powodów do optymizmu. Presja kosztowa w sektorze ulega nasileniu (w 2Q: asfalt +18% q/q, ropa +9% q/q, beton +5% q/q), co nie zapowiada szybkiego odwrócenia negatywnych trendów na wynikach spółek.
- Dotychczas słabsze wyniki r/r w 2Q'18 zaraportowały: BDX (ZN -40% r/r, ERB (ZN: -34 mln PLN), PXM (ZN: -20 mln PLN), TOR (ZN: -2 mln PLN), TRK (ZN: +2 mln PLN), UNI (ZN: +5 mln PLN). Poprawa nastąpiła w ZUE (ZN: +3 mln PLN), choć nominalnie wynik wciąż jest daleki od optymalnego.
- W budownictwie infrastrukturalnym występuje problem z pozyskiwaniem nowych zamówień. GDDKiA nie otworzyła żadnej znaczącej oferty od połowy czerwca, a umowy podpisywane w ostatnich miesiącach dotyczą przetargów z minionego roku i w naszej ocenie nie przyniosą satysfakcjonującej rentowności. W przetargach PKP PLK z 2Q i 3Q oferty przekraczały budżet o średnio 50%. Przetargi za ponad 2,5 mld PLN unieważniono. Niewiele potencjalnie rentownych zleceń trafiło w tym roku do portfeli ZUE, TRK i TOR.
- Unibep i Erbud pozostają jedynymi spółkami w sektorze z pozytywną rekomendacją. W przypadku Erbudu nasza ocena sytuacji okazała się zbyt optymistyczna. Uważamy jednak, że negatywna reakcja kursu, która nastąpiła po publikacji wstępnych wyników, jest zbyt silna. Obecna kapitalizacja ERB dyskontuje trwały spadek marży o ok. 50% względem 15-letniej średniej. Uważamy, że najtrudniejszy okres w spółkach budownictwa kubaturowego nastąpi w tym roku, podczas gdy w spółkach z dominującym udziałem budownictwa infrastrukturalnego dopiero w latach 2019-2020.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: Unibep (kupuj), Erbud (kupuj), Trakcja (niedoważaj)

Deweloperzy

- W wynikach spółek, które dotychczas opublikowały wyniki nie było niespodzianek. Sektor mieszkaniowy wchodzi w fazę lekko spadających marż przy wciąż wysokiej dynamice przychodów. W DOM, I2D, LKD i RON przełożyło się to na wzrost zagregowanego ZN w 2Q o 89% r/r. Szacujemy, że pozytywnie wynikami 2Q wyróżnią się LCC i 1AT, w których wykonanie rocznych prognoz wyniesie ok. 65%.
- Atal po spadku o 15% m/m (-26% YTD) jest notowany na P/E'18 = 6,9x, P/BV=1,6x oraz DYield'19=14%. Jak na jednego z liderów, z potencjałem do konsolidacji rynku, wycena Atalu jest atrakcyjna. Spółka jest notowana z około 10% dyskontem do DOM.
- Echo sfinalizowało sprzedaż trzeciego biurowca w tym roku (Sagittarius, Wrocław, 2900 EUR/m^2). Wartość tegorocznych transakcji przekroczyła 500 mln PLN, co zwiększa prawdopodobieństwo nadzwyczajnej dywidendy ze sprzedaży akcji EPP. Łączny DPS do wypłaty w ciągu najbliższych 9M może wynieść ok. 1,1 PLN (25% kapitalizacji spółki).
- W sierpniu wyraźnie „rozjechały" się kursy wrocławskich deweloperów: Archicom vs. Lokum. Archicom jest notowany z 25% dyskontem na P/BV względem swojego wrocławskiego konkurenta i oferuje o ok. 30% wyższy DYield'19.
- Wzrost kursu Polnordu nie ma według nas uzasadnienia fundamentalnego. Kolejna w ostatnich latach wymiana Zarządu nie zapowiada szybkiej poprawy rentowności. Rynek może przeceniać wartość aktywów niezwiązanych z podstawową działalnością.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: Atal, (kupuj), LC Corp (kupuj), Echo Investment (kupuj), Archicom (przeważaj), Polnord (niedoważaj)

Handel

- Aprecjacja USDPLN w miesiącach czerwiec-lipiec'18 może wpłynąć na brak pozytywnego wpływu FX na koszty zakupu kolekcji jesień-zima r/r w spółkach odzieżowych i obuwniczych.
- Efekt wysokiej bazy w sprzedaży powinien negatywnie wpływać na dynamikę sprzedaży CCC r/r w okresie sierpień-wrzesień'18 (oczyszczoną o sprzedaż Voegele).
- AmRest pozostaje aktywny na rynku M&A, a finalizacja zapowiedzianych transakcji może wymagać emisji akcji przez Spółkę (wskaźnik DN/EBITDA wyniósł 2,25x na koniec 1Q'18). Ponadto oczekujemy spowolnienia dynamiki EBITDA r/r do 9% w 2Q'18 ze względu na konieczność ponoszenia dodatkowych kosztów związanych z konsolidacją przejętych biznesów.
- LPP odnotowało istotną poprawę sprzedaży porównywalnej w 1H'18. Oczekujemy dalszej poprawy lfl w 3Q'18 i zwracamy uwagę na istotność września w kształtowaniu wyniku spółki w tym kwartale.

- Vistula oraz Bytom otrzymały zgodę od Prezesa UOKiK na fuzję. Następnym etapem w procesie połączenia będzie (1) akceptacja memorandum inwestycyjnego przez KNF oraz (2) zgoda WZA każdej ze spółek na fuzję. Obecny parytet ceny BTM/VST wynosi 0,65 i jest niższy od ustalonego parytetu o około 10%. Potencjalna fuzja powinna pozytywnie przełożyć się na notowania obu spółek (widzimy wyższy potencjał do wzrostu ceny akcji BTM).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: CCC (kupuj), Eurocash (kupuj), Jeronimo Martins (kupuj), LPP (akumuluj), TXM (kupuj), Bytom (przeważaj), Vistula (przeważaj)

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

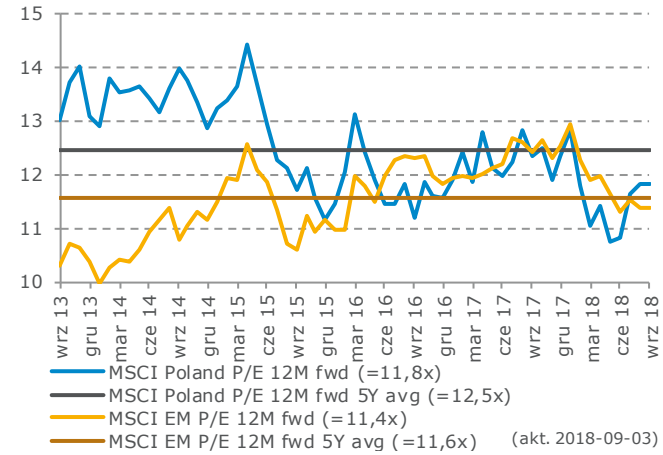
Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek niemiecki
Banki	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	ALR, EBS.AV, PEO	BAC US, JPM US	
	Spółki na minus	MIL		
	Kluczowe katalizatory:	Bardzo dobre wolumeny kredytów detalicznych		Słabe wyniki w cenach, na plus będą oddziaływać spekulacje na temat konsolidacji sektora
Budownictwo	SENTYMENT	NEGATYWNY		
	Spółki na plus	ERB, UNI		
	Spółki na minus	TRK		
	Kluczowe katalizatory:	Presja kosztowa, rozczarowanie wynikami finansowymi		
Chemia	SENTYMENT	NEUTRALNY		NEUTRALNY
	Spółki na plus	CIE		EVK GY
	Spółki na minus			1COV GY
	Kluczowe katalizatory:	Rosnące ceny surowców energetycznych		Z wynikami 2Q rynek otrzymał indykacje na 3Q, obecnie trudno oczekiwać zaskoczeń
Deweloperzy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	
	Spółki na plus	1AT, ARH, DOM, ECH, LCC, LKD		
	Spółki na minus	PND, JWC	WELL US	
	Kluczowe katalizatory:	Rosnące ceny mieszkań oraz koszty budowy		
Energetyka	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	
	Spółki na plus	ENA, ENG, PGE, TPE		
	Spółki na minus	CEZ		
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost clean dark spread, aukcje mocowe		
Handel, Konsument	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	BTM, CCC, EUR, JMT, LPP, VST	CVS US, LULU US	ZAL GY, SAE GY, DHER GR
	Spółki na minus	EAT		FIE GY, GWI1 GY
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost sprz. porównywalnej, koncentracja (BTM, VST)		Mocny konsument
Paliwa	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	
	Spółki na plus	MOL, PGN	HAL US	
	Spółki na minus	LTS, PKN		
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost cen ropy i gazu, rewizja konsensusu		
Przemysł	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	AMC, FMF, FTE, KER, POZ	CAT US, URI US	AAG GY, TRELB SS, ASL GY, TUI GY, JUN3 GY
	Spółki na minus	KSW		G1A GY, KRN GY
	Kluczowe katalizatory:	Poprawa wyników finansowych		Poprawa wyników finansowych
Przemysł wydobywczy	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	JSW, KGH		
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Odbicie cen metali		
Segment automotive	SENTYMENT			NEGATYWNY
	Spółki na plus		GM US	UG FP
	Spółki na minus		TSLA US	DAI GY
	Kluczowe katalizatory:			Cła oraz koszty związane z dieselgate
Technologie, Media	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ACP, ABS, ASE, ATD, CMR	WP US, GOOGL US	WDI GY, PSM GY, SJJ GY
	Spółki na minus			AIXA GY
	Kluczowe katalizatory:	Poprawa wyników IT w 2Q		Poprawa wyników
Telekomy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	OPL, CPS	T US	
	Spółki na minus		CMCSA US	
	Kluczowe katalizatory:			

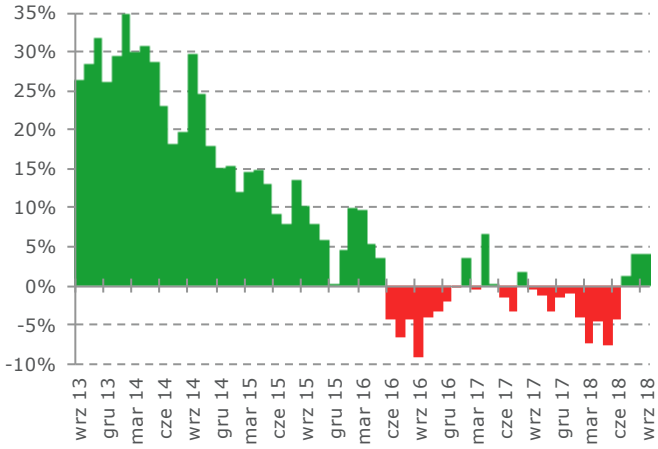
Zmiana prognozowanego zysku netto na 2018 rok dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG30

sie 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
wrz 17	+2%	-0%	+1%	+0%	+2%	+4%	+1%	-7%	+1%	-2%	-2%	+0%	-2%	+19%	+6%	+1%
paź 17	+1%	-1%	+0%	+0%	+2%	+4%	+4%	-7%	+2%	-2%	-7%	+0%	+19%	+19%	+7%	+1%
lis 17	+1%	-6%	+0%	-2%	+2%	+1%	+4%	-9%	+5%	-11%	-11%	+0%	+22%	+19%	+9%	-25%
gru 17	-1%	-4%	+1%	-2%	+1%	+1%	+1%	-9%	+4%	+2%	-11%	+8%	+10%	+9%	+3%	-16%
sty 18	-0%	+6%	+2%	-3%	+2%	+3%	+0%	-14%	+5%	-6%	-12%	+63%	-1%	-3%	+5%	+110%
lut 18	+1%	+4%	+1%	-3%	+2%	+4%	+2%	-18%	+4%	-11%	-11%	+63%	-7%	-3%	+19%	+110%
mar 18	+1%	+1%	+0%	-3%	+4%	+3%	-0%	-15%	+2%	-20%	-11%	+66%	-7%	-3%	+16%	+69%
kwi 18	+1%	+1%	+0%	-3%	+1%	+3%	+0%	-15%	+2%	-20%	-12%	+66%	-8%	-3%	+19%	+70%
maj 18	-0%	+2%	-0%	-3%	+2%	+3%	-0%	-12%	+0%	-20%	-14%	+66%	-17%	-31%	+12%	+73%
cze 18	-1%	+3%	-1%	-3%	+2%	+13%	-1%	-12%	-4%	-19%	-14%	+49%	-17%	-31%	+13%	+70%
lip 18	-2%	+1%	-1%	-5%	+1%	+13%	+1%	-12%	-6%	-19%	-21%	+49%	-36%	-29%	+8%	+61%
sie 18	-3%	+4%	-1%	-5%	+1%	+35%	+0%	-18%	-5%	-19%	-24%	+50%	-33%	-48%	+2%	+58%

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

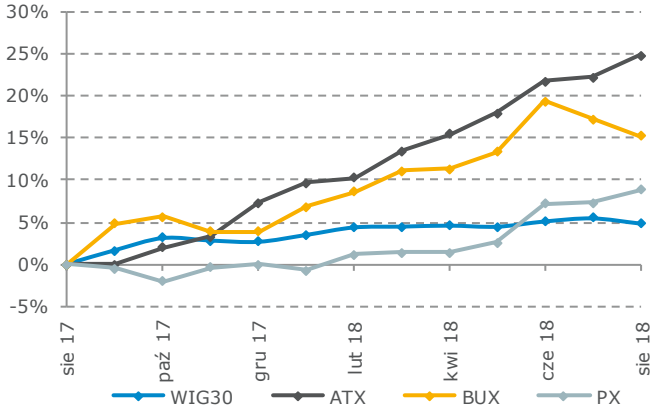
P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets oraz premia/dyskonto wskaźnika dla Polski wobec krajów EM





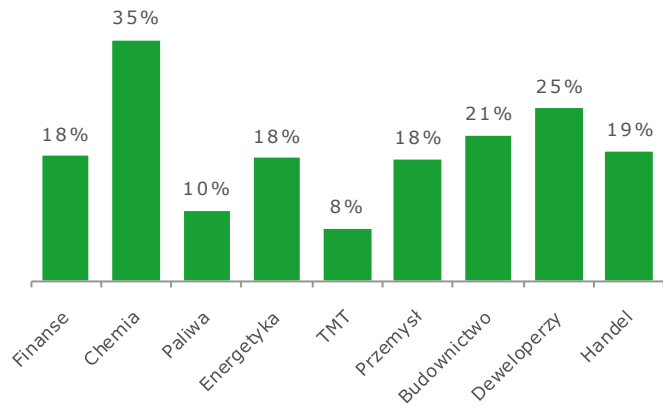
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



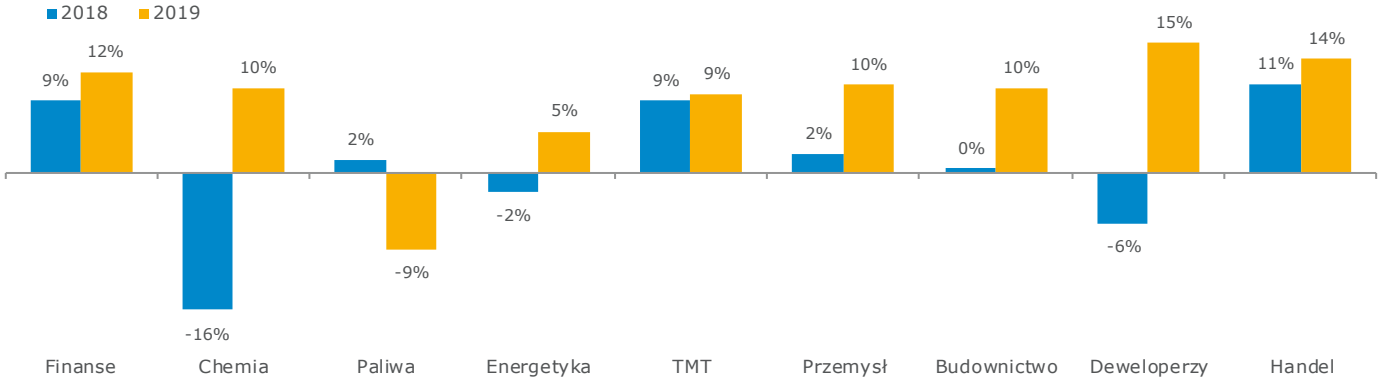
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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	2	1	89,12	+22,3%	+21%	+20%	-				13/-
BZ WBK	akumuluj	430,00	12	3	1	399,86	+7,5%	+7%	+11%	+12%				14/-
Getin Noble Bank	trzymaj	1,40	1	4	5	1,20	+17,0%	+756%	-11%	+38%				8/-
Handlowy	kupuj	94,00	8	4	0	80,28	+17,1%	-3%	+10%	-				11/-
ING BSK	akumuluj	212,00	5	5	4	202,63	+4,6%	-1%	-2%	+0%				12/-
Millennium	sprzedaj	7,00	4	6	3	8,68	-19,4%	-4%	-9%	-				10/-
Pekao	kupuj	157,00	17	4	0	140,46	+11,8%	-2%	+3%	-				18/-
PKO BP	trzymaj	38,00	5	14	3	40,06	-5,1%	-7%	+1%	-				17/-
Komercni Banka	kupuj	1 111,0	11	6	0	1 053,2	+5,5%	+10%	+26%	-				13/-
Erste Bank	kupuj	43,00	18	6	1	42,68	+0,7%	+6%	+0%	-1%				15/-
OTP Bank	kupuj	12 090	12	2	3	11 600	+4,2%	-7%	-0%	-				13/-
PZU	akumuluj	47,50	8	3	0	47,31	+0,4%	+3%	+5%	+4%				7/-
Kruk	kupuj	300,94	5	2	1	252,50	+19,2%	+4%	+8%	+6%				7/-
Prime Car Management	zawieszona	-	0	1	0	33,00	-	-	-	-				1/-
Chemia														
Ciech	kupuj	82,52	7	2	1	68,68	+20,1%	+6%	+17%	+20%	+7%	+11%	+10%	8/7
Grupa Azoty	trzymaj	41,13	4	4	3	49,14	-16,3%	-27%	-33%	-37%	-12%	-10%	-13%	7/7
Paliwa														
Lotos	sprzedaj	57,21	6	6	2	67,13	-14,8%	+11%	-30%	-37%	+14%	-10%	-5%	10/11
MOL	kupuj	3 296,0	9	3	0	3 225,6	+2,2%	+3%	-24%	-25%	+9%	-5%	-4%	9/10
PGNiG	kupuj	7,86	8	2	1	6,82	+15,3%	+17%	+33%	+35%	+13%	+21%	+23%	8/7
PKN Orlen	sprzedaj	81,38	4	8	8	95,88	-15,1%	+5%	-37%	-35%	+6%	-24%	-19%	15/14
Energetyka														
CEZ	sprzedaj	440,96	4	6	7	529,72	-16,8%	+8%	+6%	-1%	+0%	-2%	-1%	12/13
Enea	kupuj	12,62	8	1	1	11,34	+11,3%	+1%	+7%	-16%	+2%	+5%	-6%	5/4
Energa	kupuj	15,27	5	4	0	11,44	+33,5%	+10%	+7%	-4%	+2%	+3%	-1%	6/5
PGE	kupuj	13,60	7	4	2	11,55	+17,7%	+13%	+10%	+2%	+3%	+4%	+2%	9/8
Tauron	kupuj	2,77	4	7	1	2,43	+13,9%	-27%	-2%	-9%	-0%	+1%	-3%	7/6
TMT														
Netia	redukuj	4,30	2	4	2	4,99	-13,9%	-25%	-32%	-36%	-1%	-7%	-8%	4/5
Orange Polska	kupuj	7,60	10	3	5	5,57	+36,5%	-	+359%	+211%	+9%	+9%	+10%	10/15
Play	trzymaj	22,60	7	6	1	26,35	-14,2%	+7%	-10%	-16%	+0%	-4%	-5%	12/14
Agora	kupuj	18,40	3	2	0	13,33	+38,0%	-	+52%	+29%	+27%	+9%	+6%	3/3
Cyfrowy Polsat	akumuluj	24,90	8	6	0	27,49	-9,4%	-6%	+0%	+4%	-1%	-1%	-2%	11/10
Wirtualna Polska	akumuluj	60,00	5	2	0	57,87	+3,7%	+11%	+9%	+8%	+0%	-0%	+0%	2/1
Asseco Poland	akumuluj	49,00	3	7	0	44,77	+9,5%	-12%	-13%	-17%	-5%	-0%	-0%	6/6
Asseco BS	równoważ	-	2	1	0	30,45	-	+3%	+5%	+5%	+1%	+1%	-0%	3/3
Asseco SEE	przeważaj	-	3	0	0	15,40	-	+2%	+0%	-1%	+0%	-2%	-6%	5/4
Wasko	równoważ	-	1	1	0	-	-	+0%	+0%	-0%	+0%	+0%	-0%	1/1
CD Projekt	sprzedaj	90,80	6	3	2	178,18	-49,0%	+28%	+12%	-32%	+30%	-5%	-44%	8/6
Comarch	akumuluj	166,50	4	2	1	169,77	-1,9%	-2%	+2%	+3%	-7%	-2%	-3%	5/5
Przemysł														
Alumetal	równoważ	-	2	4	0	53,86	-	+1%	-6%	-	+4%	-1%	-	4/4
Amica	przeważaj	-	4	0	0	137,00	-	+7%	+12%	-	+3%	+5%	-	3/3
Apator	równoważ	-	1	2	1	-	-	-3%	-7%	-	-4%	-6%	-	2/2
Elemental	równoważ	-	0	1	0	-	-	+0%	+12%	-	+0%	-0%	-	1/1
Famur	kupuj	6,56	5	0	0	6,68	-1,8%	+5%	-1%	+4%	+1%	-9%	-10%	5/5
Forte	przeważaj	-	4	3	1	55,56	-	-27%	-29%	-	-6%	-11%	-	6/5
Kernel	kupuj	59,18	7	1	0	64,36	-8,0%	-14%	+5%	+12%	-1%	+6%	+8%	5/5
Grupa Kęty	trzymaj	367,45	6	5	1	376,79	-2,5%	+3%	+5%	+2%	-1%	-0%	-1%	7/8
Pfleiderer Group	przeważaj	-	7	0	1	44,94	-	-7%	-9%	-	-5%	-4%	-	5/4
JSW	kupuj	98,00	5	6	3	95,16	+3,0%	+5%	+17%	-14%	+4%	+11%	-0%	10/9
KGHM	kupuj	104,21	6	5	7	99,06	+5,2%	-3%	+5%	+7%	-9%	-3%	-0%	12/11
Budownictwo														
Budimex	trzymaj	125,00	1	4	4	151,47	-17,5%	-10%	-9%	+2%	-9%	-10%	-0%	7/6
Elektrobudowa	trzymaj	71,00	2	3	1	74,37	-4,5%	-25%	-17%	-2%	-16%	-10%	+0%	4/4
Erbud	kupuj	14,40	3	1	1	21,50	-33,0%	-	-57%	-	-	-24%	-8%	2/2
Unibep	kupuj	10,10	3	1	0	10,72	-5,8%	-4%	+31%	+27%	-5%	+1%	+0%	3/3
Torpol	równoważ	-	1	1	1	16,04	-	-70%	-48%	-39%	-39%	-27%	-23%	3/2
Trakcja	niedoważaj	-	2	2	3	6,42	-	+55%	-39%	-12%	+3%	-11%	-3%	2/2
Deweloperzy														
Atal	kupuj	42,86	4	2	0	42,39	+1,1%	+3%	+4%	+1%	+2%	+1%	-0%	5/5
Capital Park	kupuj	8,35	2	0	0	-	-	-0%	+0%	+0%	+0%	-0%	+0%	1/1
Dom Development	kupuj	87,80	7	3	0	87,78	+0,0%	+4%	+5%	+10%	+6%	+3%	+13%	9/7
Echo	kupuj	5,63	6	2	0	5,59	+0,7%	+15%	+16%	+3%	+21%	+17%	+0%	5/4
GTC	trzymaj	9,60	8	3	1	10,63	-9,6%	-12%	+7%	+6%	-13%	-2%	+0%	3/5
LC Corp	kupuj	3,58	4	0	0	3,46	+3,5%	+9%	+9%	+10%	+2%	+2%	+7%	2/2
Polnord	niedoważaj	-	0	1	1	9,50	-	-81%	-	-31%	-60%	-92%	-28%	2/2
Ronson	równoważ	-	1	2	1	1,50	-	-25%	-15%	+19%	-21%	-13%	+3%	3/2
Handel														
AmRest	trzymaj	426,00	6	3	2	495,28	-14,0%	-19%	-25%	-25%	-6%	-6%	-7%	10/7
CCC	kupuj	295,00	7	7	1	261,36	+12,9%	-4%	+17%	+25%	-5%	+3%	+9%	11/11
Dino	trzymaj	103,50	7	8	1	108,52	-4,6%	+4%	+6%	+3%	+1%	+1%	-1%	12/12
Eurocash	kupuj	30,70	10	10	1	25,98	+18,2%	+3%	-0%	+16%	+2%	-3%	-2%	13/10
Jeronimo Martins	kupuj	15,20	12	11	2	15,35	-1,0%	-6%	+3%	+0%	-3%	+3%	+2%	18/18
LPP	akumuluj	10 200	1	5	11	8 506,2	+19,9%	+8%	+17%	+21%	+6%	+11%	+14%	12/12
Bytom	przeważaj	-	3	1	0	3,20	-	+12%	+10%	+10%	+9%	+7%	+9%	2/2
Monnari	równoważ	-	4	1	0	8,60	-	+8%	+5%	+10%	+5%	+1%	+7%	3/3
Vistula	przeważaj	-	4	1	1	4,81	-	+6%	+7%	+0%	+4%	+5%	+4%	5/5

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						**+18,2%**	**13,2**	**10,6**		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	68,05	+60,2%	9,3	7,8		
BZ WBK	akumuluj	2018-09-03	376,00	430,00	376,00	+14,4%	14,8	12,2		
Getin Noble Bank	trzymaj	2018-05-09	1,17	1,40	0,75	+86,7%	15,1	5,6		
Handlowy	kupuj	2018-04-06	77,50	94,00	68,00	+38,2%	14,1	11,6		
ING BSK	akumuluj	2018-08-02	190,00	212,00	180,00	+17,8%	14,9	13,1		
Millennium	sprzedaj	2018-08-02	9,12	7,00	8,98	-22,0%	15,1	13,7		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	116,85	+34,4%	14,0	11,6		
PKO BP	trzymaj	2018-04-06	39,74	38,00	42,20	-10,0%	15,9	13,3		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	924,50	+20,2%	11,8	10,1		
Erste Bank	kupuj	2018-08-02	37,14	43,00 EUR	34,27	+25,5%	9,8	9,8		
OTP Bank	kupuj	2018-06-06	10 210	12 090 HUF	10 360	+16,7%	10,5	9,7		
PZU	akumuluj	2018-08-02	42,00	47,50	44,66	+6,4%	12,4	11,1		
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	207,00	+45,4%	11,0	9,3		
Prime Car Management	zawieszona	2018-08-23	7,96	-	6,02	-	-	-		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-08-31	25,30	36,86	24,50	+50,4%	7,6	7,2		
Chemia						**+35,2%**	**8,2**	**7,8**	**5,8**	**5,7**
Ciech	kupuj	2018-08-02	56,95	82,52	52,60	+56,9%	8,2	7,8	5,4	5,1
Grupa Azoty	trzymaj	2018-09-03	38,00	41,13	38,00	+8,2%	16,8	15,2	5,8	5,8
Polwax	kupuj	2018-05-09	7,80	16,69	7,30	+128,6%	4,9	3,6	6,4	5,7
Paliwa						**+10,4%**	**8,5**	**11,9**	**4,6**	**5,4**
Lotos	sprzedaj	2018-09-03	69,90	57,21	69,90	-18,2%	9,8	13,8	5,4	6,6
MOL	kupuj	2018-09-03	2 870	3 296 HUF	2 870	+14,8%	8,2	10,1	3,7	4,1
PGNiG	kupuj	2018-09-03	5,82	7,86	5,82	+35,1%	8,1	6,8	3,8	3,1
PKN Orlen	sprzedaj	2018-09-03	98,24	81,38	98,24	-17,2%	8,8	14,6	5,5	7,7
Energetyka						**+17,3%**	**4,2**	**4,3**	**3,8**	**3,3**
CEZ	sprzedaj	2018-07-04	550,00	440,96 CZK	563,00	-21,7%	21,3	19,8	8,5	8,4
Enea	kupuj	2018-05-29	9,57	12,62	8,54	+47,8%	4,1	3,2	3,8	3,3
Energa	kupuj	2018-09-03	8,40	15,27	8,40	+81,8%	4,2	4,3	3,4	3,3
PGE	kupuj	2018-05-29	9,28	13,60	9,00	+51,1%	5,5	5,4	3,5	3,3
Tauron	kupuj	2018-09-03	2,00	2,77	2,00	+38,5%	3,8	3,2	3,8	4,2
Telekomunikacja, media, IT						**+7,8%**	**21,2**	**16,3**	**7,0**	**6,1**
Netia	redukuj	2018-06-06	5,00	4,30	4,44	-3,2%	40,4	48,8	5,3	5,6
Orange Polska	kupuj	2018-04-06	5,83	7,60	4,86	+56,4%	21,3	11,7	4,3	3,9
Play	trzymaj	2018-08-30	21,90	22,60	21,70	+4,1%	6,9	7,8	5,6	5,6
Agora	kupuj	2018-04-06	14,50	18,40	10,60	+73,6%	20,1	21,8	3,6	3,7
Cyfrowy Polsat	akumuluj	2018-06-15	22,76	24,90	22,48	+10,8%	13,1	11,1	7,0	6,1
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-09-03	57,00	60,00	57,00	+5,3%	22,3	19,1	12,0	10,1
Asseco Poland	akumuluj	2018-09-03	45,90	49,00	45,90	+6,8%	15,6	16,3	8,8	8,3
CD Projekt	sprzedaj	2018-04-06	114,90	90,80	206,00	-55,9%	99,2	29,8	78,7	23,2
Comarch	akumuluj	2018-05-09	145,00	166,50	147,50	+12,9%	21,2	15,6	8,4	7,3
Przemysł, surowce						**+17,8%**	**14,6**	**7,2**	**7,1**	**5,1**
Famur	kupuj	2018-08-02	5,20	6,56	5,74	+14,3%	18,0	14,3	7,8	7,1
Grupa Kęty	trzymaj	2018-09-03	387,50	367,45	387,50	-5,2%	14,1	13,4	9,6	9,0
JSW	kupuj	2018-09-03	77,00	98,00	77,00	+27,3%	4,6	6,1	2,4	2,7
Kernel	kupuj	2018-07-23	50,50	59,18	49,45	+19,7%	15,1	6,9	6,7	5,1
KGHM	kupuj	2018-09-03	90,80	104,21	90,80	+14,8%	7,7	6,0	4,5	3,4
Stelmet	kupuj	2018-09-03	11,35	20,45	11,35	+80,2%	21,6	7,4	7,5	5,1
Budownictwo						**+21,2%**	**10,1**	**10,2**	**3,9**	**3,9**
Budimex	trzymaj	2018-08-02	122,60	125,00	114,00	+9,6%	11,8	13,3	4,1	5,1
Elektrobudowa	trzymaj	2018-06-06	69,00	71,00	50,40	+40,9%	10,1	9,9	3,4	3,4
Erbud	kupuj	2018-09-03	9,60	14,40	9,60	+50,0%	-	10,4	-	4,4
Unibep	kupuj	2018-04-06	7,50	10,10	5,26	+92,0%	6,0	5,2	3,9	3,1
Deweloperzy						**+25,2%**	**7,3**	**7,7**	**7,3**	**7,2**
Atal	kupuj	2018-07-04	36,40	42,86	34,00	+26,1%	6,9	7,3	6,3	6,8
Capital Park	kupuj	2018-04-06	5,95	8,35	4,94	+69,0%	9,8	8,2	17,2	16,5
Dom Development	kupuj	2018-08-02	72,80	87,80	73,80	+19,0%	7,7	8,1	6,2	6,8
Echo	kupuj	2018-04-06	5,23	5,63	4,54	+24,0%	6,2	5,7	7,2	7,4
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	8,92	+7,6%	10,7	9,3	14,9	14,0
LC Corp	kupuj	2018-06-22	2,39	3,58	2,25	+59,1%	5,4	5,0	7,4	7,0
Handel						**+18,8%**	**27,0**	**16,9**	**14,2**	**11,2**
AmRest	trzymaj	2018-09-03	406,00	426,00	406,00	+4,9%	42,8	33,6	14,2	11,4
CCC	kupuj	2018-06-06	242,80	295,00	215,60	+36,8%	28,2	16,7	16,0	11,2
Dino	trzymaj	2018-06-06	107,40	103,50	91,30	+13,4%	28,0	21,0	17,5	13,5
Eurocash	kupuj	2018-04-06	24,41	30,70	20,36	+50,8%	21,4	16,5	6,9	5,9
Jeronimo Martins	kupuj	2018-08-02	12,65	15,20 EUR	12,91	+17,8%	20,4	16,9	8,7	7,5
LPP	akumuluj	2018-06-18	9 025	10 200	9 205	+10,8%	25,9	21,2	14,1	11,7
TXM	kupuj	2018-07-04	1,28	3,48	1,35	+157,8%	-	4,5	18,1	4,3
Inne						**+24,2%**	**9,0**	**8,2**	**6,0**	**5,5**
PBKM	trzymaj	2018-06-06	73,00	76,26	61,40	+24,2%	9,0	8,2	6,0	5,5

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2018	2019	2018	2019
Spółki IT						**14,2**	**9,7**	**5,4**	**5,1**
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	14,70	-9,3%	17,5	15,2	8,0	6,5
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	26,10	-6,8%	15,1	13,8	10,1	9,3
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	11,05	-5,6%	10,1	9,7	4,4	4,0
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	3,72	-12,5%	8,7	7,8	5,4	5,1
Wasko	równoważ	2018-05-30	1,68	1,69	+0,6%	14,2	9,4	5,3	4,5
Spółki przemysłowe						**8,9**	**8,9**	**6,4**	**6,0**
Alumetal	równoważ	2018-08-23	51,00	49,50	-2,9%	8,8	9,6	7,1	7,4
Amica	przeważaj	2018-06-06	121,00	127,00	+5,0%	9,0	7,9	5,8	5,2
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	27,00	+12,5%	14,9	15,6	8,5	8,7
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	6,78	-31,2%	8,5	8,2	6,2	5,7
Elemental	równoważ	2018-04-27	1,09	1,54	+41,3%	6,2	5,4	5,6	5,0
Ergis	równoważ	2018-04-27	4,06	3,55	-12,6%	7,9	7,5	5,9	5,5
Forte	przeważaj	2018-07-27	40,60	45,00	+10,8%	16,8	12,0	11,2	9,2
Kruszwica	niedoważaj	2018-08-02	65,40	60,00	-8,3%	23,4	24,7	12,7	12,8
Mangata	równoważ	2018-06-22	90,00	96,00	+6,7%	13,1	12,9	8,1	7,8
Pfleiderer Group	przeważaj	2018-08-08	37,30	38,00	+1,9%	18,6	18,6	6,6	6,2
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,59	+20,5%	6,5	3,7	5,8	2,6
Tarczyński	równoważ	2018-05-30	14,50	14,90	+2,8%	8,4	8,0	5,8	5,4
Budownictwo						**22,7**	**9,4**	**6,0**	**4,6**
Elektrotim	równoważ	2018-05-28	5,80	5,08	-12,4%	30,8	13,0	5,7	4,8
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,28	-10,6%	10,3	7,2	5,3	4,4
Torpol	równoważ	2018-05-28	6,40	5,70	-10,9%	26,7	8,3	6,9	4,2
Trakcja	niedoważaj	2018-05-18	3,65	3,72	+1,9%	29,2	26,6	6,4	6,2
Ulma	równoważ	2018-05-28	73,00	73,00	+0,0%	9,1	8,8	3,6	3,5
ZUE	równoważ	2018-05-28	5,86	5,86	+0,0%	18,7	10,1	7,5	6,1
Deweloperzy						**6,2**	**5,7**	**9,3**	**5,6**
Archicom	przeważaj	2018-06-22	15,00	13,30	-11,3%	6,2	4,3	6,0	4,8
BBI Development	równoważ	2018-04-26	0,66	0,52	-21,2%	12,1	5,7	13,1	5,6
i2 Development	równoważ	2018-06-22	15,40	15,15	-1,6%	4,6	5,2	7,8	6,6
JWC	równoważ	2018-06-22	3,48	3,28	-5,7%	8,9	3,6	9,3	4,1
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-06-22	18,80	18,40	-2,1%	6,1	7,1	4,6	5,4
PA Nova	równoważ	2018-03-29	22,30	18,20	-18,4%	5,9	6,9	9,9	11,0
Polnord	niedoważaj	2018-06-22	9,04	10,18	+12,6%	-	-	-	-
Ronson	równoważ	2018-06-22	1,09	1,16	+6,4%	12,5	8,3	12,9	11,4
Handel						**12,6**	**10,3**	**8,2**	**6,9**
Bytom	przeważaj	2018-05-23	2,92	2,83	-3,1%	12,6	11,6	8,2	7,2
Monnari	równoważ	2018-07-13	6,60	6,74	+2,1%	10,2	9,5	4,5	4,0
Vistula	przeważaj	2018-05-23	4,79	4,40	-8,1%	12,6	10,3	8,5	6,9

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
Alumetal	równoważ	równoważ	-	-	2018-08-23
Budimex	trzymaj	trzymaj	125,00	PLN	2018-08-02
Ciech	kupuj	kupuj	82,52	PLN	2018-08-02
Dom Development	kupuj	akumuluj	87,80	PLN	2018-08-02
Erste Bank	kupuj	akumuluj	43,00	EUR	2018-08-02
Famur	kupuj	kupuj	6,56	PLN	2018-08-02
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	42,13	PLN	2018-08-02
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	355,61	PLN	2018-08-02
ING BSK	akumuluj	kupuj	212,00	PLN	2018-08-02
Jeronimo Martins	kupuj	kupuj	15,20	EUR	2018-08-02
JSW	kupuj	kupuj	108,69	PLN	2018-08-02
KGHM	kupuj	kupuj	111,08	PLN	2018-08-02
Kruszwica	niedoważaj	równoważ	-	-	2018-08-02
Lotos	sprzedaj	trzymaj	52,51	PLN	2018-08-02
Millennium	sprzedaj	redukuj	7,00	PLN	2018-08-02
Pfleiderer Group	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-08-08
PKN Orlen	sprzedaj	redukuj	76,84	PLN	2018-08-02
Play	trzymaj	redukuj	22,60	PLN	2018-08-30
Prime Car Management	zawieszona	kupuj	-	-	2018-08-23
PZU	akumuluj	kupuj	47,50	PLN	2018-08-02
Skarbiec Holding	kupuj	kupuj	36,86	PLN	2018-08-31
Wirtualna Polska	kupuj	akumuluj	60,00	PLN	2018-08-02

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
AmRest	trzymaj	redukuj	426,00	PLN	2018-09-03
Asseco Poland	akumuluj	trzymaj	49,00	PLN	2018-09-03
BZ WBK	akumuluj	kupuj	430,00	PLN	2018-09-03
Energa	kupuj	kupuj	15,27	PLN	2018-09-03
Erbud	kupuj	kupuj	14,40	PLN	2018-09-03
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	41,13	PLN	2018-09-03
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	367,45	PLN	2018-09-03
JSW	kupuj	kupuj	98,00	PLN	2018-09-03
KGHM	kupuj	kupuj	104,21	PLN	2018-09-03
Lotos	sprzedaj	sprzedaj	57,21	PLN	2018-09-03
MOL	kupuj	akumuluj	3296,00	HUF	2018-09-03
PGNiG	kupuj	kupuj	7,86	PLN	2018-09-03
PKN Orlen	sprzedaj	sprzedaj	81,38	PLN	2018-09-03
Stelmet	kupuj	kupuj	20,45	PLN	2018-09-03
Tauron	kupuj	kupuj	2,77	PLN	2018-09-03
Wirtualna Polska	akumuluj	kupuj	60,00	PLN	2018-09-03

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	5	5,4%	4	8,3%
redukuj	1	1,1%	1	2,1%
niedoważaj	3	3,2%	1	2,1%
trzymaj	11	11,8%	3	6,3%
równoważ	21	22,6%	8	16,7%
akumuluj	8	8,6%	4	8,3%
kupuj	34	36,6%	26	54,2%
przeważaj	10	10,8%	1	2,1%

Kalendarium wydarzeń

Data			Wydarzenie
4 wrz			**mBank's TMT Event** (hotel Sofitel Warsaw Victoria) - wymagana rejestracja
4 wrz		**Atal**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
4 wrz	09:30	**Boryszew**	**Konferencja wynikowa 2Q'18** (Pałac Przeździeckich, Foksal 6, Warszawa)
4 wrz		**Kino Polska**	**Konferencja wynikowa 2Q'18** (Hotel Westin, ul. Jana Pawła II 21, Warszawa)
4 wrz		**Redan**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
4 wrz		**ZUE**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
5 wrz	13:00	**Apator**	**Konferencja wynikowa za 2017** (Hotel Polonia Palace, Warszawa)
5 wrz	11:00	**BSC Drukarnia**	**Spotkania z Zarządem** (Hotel Novotel, ul. Marszałkowska 94, Warszawa)
5 wrz		**Ciech**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
5 wrz	12:00	**Erbud**	**Konferencja wynikowa za 2Q'18** (Hotel Westin, Warszawa)
5 wrz		**LPP**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
5 wrz		**Torpol**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
5 wrz	11:30	**ZUE**	**Konferencja wynikowa za 2Q'18** (Hotel Marriott, Warszawa)
6 wrz	11:00	**Ciech**	**Konferencja wynikowa 2Q'18** (ul. Wspólna 62, Warszawa)
6 wrz	10:00	**Elektrotim**	**Konferencja wynikowa 2Q'18** (Grand Kredens, al. Jerozolimskie 111, Warszawa)
6 wrz		**Polwax**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
7 wrz		**Capital Park**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
7 wrz	10:30	**LC Corp**	**Konferencja wynikowa 2Q'18** (Centrum Konferencyjne, ul. Przyokopowa 33, Warszawa)
7 wrz	11:30	**Wirtualna Polska**	**Spotkania z Zarządem** (Centrum Konferencyjne Szawa, ul. Jutrzenki 137, Warszawa)
7 wrz		**Wirtualna Polska**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
9 wrz		**Kruk**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
10 wrz		**Echo Investment**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
11 wrz	11:00	**Atal**	**Konferencja wynikowa 2Q'18** (Hotel InterContinental, Warszawa)
11 wrz		**Mangata**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
12 wrz		**Dębica**	**Ostatni dzień z dywidendą** (DPS 6,50 PLN/akcja)
13 wrz		**Enea/LWB**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
13 wrz		**Ergis**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
13 wrz		**Forte**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
13 wrz		**P.A. Nova**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
14 wrz		**Archicom**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
14 wrz		**Ulma**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
17 wrz		**Elektrobudowa**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
17 wrz		**Kruszwica**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
18 wrz		**TIM**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
18 wrz		**Wojas**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
19 wrz		**Atende**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
19 wrz		**JWC**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
20 wrz			**mBank's Retail Event** (Regent Warsaw Hotel) - wymagana rejestracja
20 wrz		**TXM**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
21 wrz		**Gino Rossi**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
25 wrz		**BBI Dev.**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
25 wrz		**Esotiq**	**Ostatni dzień z dywidendą** (DPS 1,00 PLN/akcja)
26 wrz		**Famur**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
26 wrz	9:00	**Famur**	**Konferencja wynikowa 2Q'18** (GPW, ul. Książęca 4, Warszawa)
26 wrz		**Vistula**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
27 wrz		**Getin Noble**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
28 wrz		**Ailleron**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
28 wrz		**Elemental**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
28 wrz		**Herkules**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
28 wrz		**Polnord**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
28 wrz		**Tarczyński**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
30 wrz		**Pfleiderer Group**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
1 paź		**AmRest**	**Publikacja wyników za 2Q'18**
4-5 paź			**mBank's European Financials Conference (**Hotel InterContinental Warszawa) - wymagana rejestracja

Makroekonomia

PKB w 2Q

Zgodnie z tzw. szybkim szacunkiem GUS, PKB w II kwartale wzrósł o 5,1% r/r, zgodnie z konsensusem rynkowym, ale poniżej naszej optymistycznej prognozy, wynoszącej 5,4% r/r. W ujęciu kw/kw, jak należało się tego spodziewać, zanotowano solidną dynamikę (0,9%). Po pierwsze, niespodzianka najprawdopodobniej nie wynikała z zachowania konsumpcji – typowego dla sprzedaży detalicznej efektu Wielkanocy trudno szukać w danych o spożyciu indywidualnym, a dynamika konsumpcji najprawdopodobniej utrzymała się na poziomie 4,8% r/r. Po drugie, inwestycje najpewniej nieznacznie przyspieszyły względem I kwartału – nasza prognoza wskazywała na wzrost o ok. 9% r/r. Po trzecie, źródłem niespodzianki mogły być pozostałe kategorie, w szczególności zmiana zapasów, niezmiennie trudna do szacowania w oparciu o dane miesięczne. Wkład eksportu netto, jak wskazują dane o handlu zagranicznym, wzrósł znacząco w II kwartale. Z kolei inflacja utrzymała się na poziomie 2,0% r/r, tak jak szacowano w odczycie flash. Z punktu widzenia RPP dane pozostają neutralne. Wysoki wzrost PKB, tak długo, jak nie przekłada się na presję inflacyjną, jest dla RPP potwierdzeniem optymistycznego scenariusza i nawet stałe zaskoczenia względem projekcji NBP nie zmieniają status quo w RPP. Ten może zmieni się wyłącznie pod wpływem danych inflacyjnych, a zwłaszcza rosnącej inflacji bazowej. Pomimo nieprzerwanej niemal serii negatywnych niespodzianek dotyczących inflacji bazowej, podtrzymujemy nasze prognozy jej wzrostu w końcówce roku i w 2019 r. – porzucanie funkcjonujących przez lata związków między zmiennymi makroekonomicznymi byłoby w tej sytuacji przedwczesnym nihilizmem. Wzrost inflacji bazowej (a tym samym ryzyka przekroczenia przez inflację granicy pasma dopuszczalnych odchyleń) powinien pod koniec 2019 r. zmienić układ sił w RPP i skłonić ją do rozpoczęcia łagodnego cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w lipcu o 10,3% r/r, prawie w połowie drogi między konsensusem rynkowym (9,6%), a naszą prognozą (11,5%). Przyspieszenie w stosunku do wyniku czerwca (6,8% r/r) to zasługa dwóch czynników, których działania się spodziewaliśmy – dni roboczych (ich różnica wzrosła z 0 do +1 r/r) oraz niskiej bazy (szacowaliśmy jej wpływ na ok. 1,5 pkt. proc.). Pod odliczeniu czynników sezonowych i kalendarzowych dynamika produkcji wyniosła dokładnie 0% m/m, co jest najlepszą miarą aktualnego, zerowego impetu produkcji. Dynamikę produkcji w ostatnich miesiącach wyraźnie podbija podwyższona produkcja energii (w lipcu +15,9% r/r), niezmiennie związana z wysokimi temperaturami w ostatnim półroczu i (lipiec nie jest tutaj wyjątkiem i sierpień również będzie zaliczony do anormalnie ciepłych miesięcy). Lipiec wyznaczył najprawdopodobniej szczyt rocznej dynamiki produkcji – w kolejnych miesiącach układ kalendarza i efekty bazowe z poprzedniego roku będą sprowadzać dynamikę produkcji coraz niżej. Od strony fundamentalnej, hamowanie produkcji można wiązać ze słabszą formą przemysłu w Europie Zach. oraz ze stabilizacją popytu krajowego (dynamika produkcji budowlanej w najlepszym razie się ustabilizowała). Budownictwo w lipcu zaskoczyło negatywnie, rosnąc o jedynie 18,7% w ujęciu rocznym. Jest to wynik sporo niższy od konsensusu (22,3%), ale bliski naszej prognozie (19,6%). Po wyeliminowanie czynników o charakterze sezonowym, agregat w ujęciu miesięcznym spadł o 1%. Oznacza to zakończenie dobrej passy z ostatnich dwóch miesięcy (wzrosty rzędu 2,5% m/m). Od razu uprzedzamy, że nie należy po takim odczycie rozpaczać. Na agregat roczny wpływ miał głównie efekt bazy (lipiec zeszłego roku był nadzwyczaj dobry), a wyhamowanie w ujęciu miesięcznym może być związane z kończeniem inwestycji samorządowych związanych z kalendarzem wyborczym. Drugi czynnik może oddziaływać negatywnie jeszcze w najbliższych miesiącach. Należy także pamiętać o ograniczeniach podażowych, które będą coraz bardziej widoczne w tym sektorze (brak pracowników, problemy z rozstrzyganiem przetargów o niedostosowanych kosztorysach).

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w lipcu o 3,5% w ujęciu rocznym, minimalnie poniżej naszej prognozy, jak i konsensusu rynkowego. W ujęciu miesięcznym zostało utworzonych dokładnie 9 tysięcy etatów, czyli tyle samo, co przed dwoma laty. Nie spodziewaliśmy się powtórzenia znakomitego wyniku z zeszłego roku (wzrost o ponad 20 tys. m/m i rekord wszech czasów), jednak taki wynik może być lekko rozczarowujący. Niewiele (mniej niż półtora tysiąca miejsc pracy) zabrakło do dynamiki rocznej równej 3,4%. Jak zwykle, możemy jedynie spekulować o szczegółach. Momentum w przemyśle nie jest zbyt silne, a wzrosty w ostatnich miesiącach w sekcjach takich jak transport czy handel, widocznie nie utrzymały się. Przypomnijmy, że zeszłoroczny odczyt był napędzany przez sekcję administrowanie i działalność wspierająca, która w tym roku praktycznie stoi w miejscu. Dzisiejszy odczyt wpisuje się w narrację coraz większych problemów ze znalezieniem pracowników (ograniczeń podażowych). Zasoby najłatwiej dostępnej siły roboczej wyczerpują się, a napływ pracowników z Ukrainy zwalnia, przez co średni czas potrzebny na obsadzenie wakatu może ponownie wydłużyć się, skutkując skromniejszym wzrostem zatrudnienia, co właśnie obserwujemy.

W lipcu dynamika przeciętnego wynagrodzenia spadła z 7,5 do 7,2% r/r, plasując się tym samym poniżej prognoz (konsensus 7,6%, nasza prognoza 8,0% r/r). Jak co miesiąc, przyczyny zaskoczenia nie są znane i na szczegóły musimy poczekać jeszcze tydzień, aż do publikacji Biuletynu Statystycznego. Nasza prognoza zakładała delikatne przyspieszenie w kluczowych sektorach, takich jak przetwórstwo, budownictwo i niektóre branże usługowe, oraz jedynie minimalne odreagowanie w górnictwie po bardzo dobrym czerwcu. Być może skala przesunięć premii w górnictwie okazała się większa od naszych oczekiwań – duże wahnięcia dynamik w tej kategorii mogą wyjaśnić większość lipcowej niespodzianki. Szersze spojrzenie pozwala na wysnucie wniosku, że dynamika wynagrodzeń ustabilizowała się w okolicy 7% r/r nominalnie. W kolejnych miesiącach spadek inflacji będzie wspierał płace realne, ale jednocześnie powinien trzymać w szachu oczekiwania inflacyjne i tonować żądania płacowe. Obecnie notowane dynamiki wynagrodzeń i funduszu płac, który rośnie w tempie 11% nominalnie i 9% realnie, stanowią również dobry prognostyk dla konsumpcji prywatnej w najbliższych miesiącach. Jak wskazywaliśmy wielokrotnie, nie będzie tutaj odczuwalnego spowolnienia w II połowie b.r.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna nieco rozczarowała i jest to dla nas zaskoczenie nieco większe niż dla rynku (9,7% konsensus, my 10,0% vs. 9,3% r/r podane przez GUS – dane w cenach bieżących). Źródło rozczarowania skupione jest jednak w sprzedaży żywności (spadek dynamiki rocznej w okolice 1% z wcześniejszych 5%) i nie jest to efekt ani bazowy, ani cenowy, gdyż realny wskaźnik zachował się podobnie. Podobny los spotkał sprzedaż w sklepach niewyspecjalizowanych (tu GUS klasyfikuje hipermarkety), która spowolniła z 9,0 do 3,5% r/r. Ferowanie hipotez skupiających się na niedzielach wolnych od handlu jest w świetle próby GUS zawierającej podmioty o zatrudnieniu

powyżej 9 osób kuszące, jednak powstrzymamy się od nich, traktując łączny wynik sprzedaży żywności i sklepów niewyspecjalizowanych jako obserwację nietypową. Jeśli wzór będzie powtarzał się w kolejnych miesiącach, do tematu wrócimy. Istotnym argumentem przeciwko tej hipotezie jest także stosunkowo normalne zachowanie kategorii „pozostałe", która również – zgodnie z metodyką badania – opisuje podmioty o zatrudnieniu powyżej 9 osób i obejmuje zamknięte w niedziele niehandlowe markety budowlane. Słabą sprzedaż żywności bilansowała doskonała dynamika sprzedaży samochodów powyżej 10% r/r (wygodny probierz nastrojów konsumenckich), która w sierpniu może jeszcze podskoczyć z uwagi na skok rejestracji nowych aut w związku ze zmianą europejskiej normy dotyczącej podawania spalania aut, bez której auta jej niespełniające nie będą mogły być od września rejestrowane. Doniesienia prasowe sugerują masowe rejestracje aut przez salony z planem ich odsprzedaży jako używane z przebiegiem 0. Są to firmy zatrudniające powyżej 9 osób, a więc teoretycznie rejestracja tych aut powinna być zaliczona przez GUS jako sprzedaż w kategorii samochody. Patrząc na sprzedaż w ujęciu bazowym (po wyłączeniu paliw i żywności) nie obserwujemy żadnej zadyszki sprzedaży. Biorąc pod uwagę niskie zlewarowanie konsumpcji, potencjał do utrzymania wysokiej jej ścieżki w przyszłych kwartałach jest nadal bardzo wysoki i znajduje to już odzwierciedlenie w naszych prognozach PKB. Realizacja oczekiwanej ścieżki wzrostu (w tym wzrostu konsumpcji) również nie zmienia percepcji RPP.

Budżet

Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami Ministerstwa Finansów, w budżecie państwa po lipcu zagościł deficyt (po czerwcu notowano jeszcze nadwyżkę wynoszącą 9,5 mld PLN). Oznacza to, że w lipcu b.r. zanotowano rekordowy dla tego miesiąca deficyt w wysokości 10,3 mld PLN – w poprzednich latach (odliczając zysk NBP) wynosił on nie więcej niż 4 mld PLN. Analiza szczegółowych danych MF wskazuje, że pogorszenie wyniku budżetu państwa odpowiada przede wszystkim strona wydatkowa – wg naszych szacunków względem analogicznego okresu roku poprzedniego wydatki wzrosły aż o 7,6 mld PLN, z czego zdecydowana większość przyrostu (4,8 mld PLN) przypada na wyższe koszty obsługi długu. Niecały 1 mld zł można przypisać wyższej subwencji do FUS i FER, a pozostały komponent to najprawdopodobniej wzrost współfinansowania środków UE. Wspomniany wyżej przyrost kosztów obsługi długu jest dość zagadkowy i z pewnością nie wynika z czynników kursowych (te naszym zdaniem oddziaływały jeszcze w maju i czerwcu), nie może być również związany z zapadającymi w lipcu obligacjami, przepływy te bowiem są księgowane inaczej, jako rozchody i przychody budżetu. Fundamentalnie, nie ma żadnego powodu do wzrostu bieżących kosztów obsługi zadłużenia (nie jest to zatem powód do niepokoju) i realizacji faktycznych płatności odsetkowych w innym niż normalnie terminie, być może zatem jest to kwestia czysto księgowa (transakcje typu swap?). Strona dochodowa również miała pewien udział w kształtowaniu wyniku budżetu w lipcu. W przeciwieństwie do poprzednich miesięcy, kiedy to wpływy były systematycznie większe r/r, w ostatnim miesiącu miesięczne dochody podatkowe były jedynie marginalnie większe niż rok wcześniej (+0,8% r/r). Wynika to przede wszystkim ze spadku wpływów z VAT (o ok. 7% r/r), podczas gdy pozostałe kategorie dochodów podatkowych rosły w umiarkowanym lub wysokim tempie: akcyza o 9,7% r/r, CIT o 4,0% r/r, PIT o 10,2% r/r. Należy tutaj wspomnieć o dwóch odrębnych kwestiach. Po pierwsze, spadek dochodów z VAT nie jest spójny z obecną sytuacją gospodarczą i zaskakuje. Być może należy go wiązać z wprowadzeniem mechanizmu split payment – kluczowy tutaj jest sposób księgowania środków gromadzonych na osobnych rachunkach VATowskich oraz tempo wypłacania zwrotów przedsiębiorstwom – można sobie wyobrazić scenariusz, w którym pierwszy miesiąc obowiązywania split paymentu obniża tymczasowo wpływu budżetu państwa lub nieznacznie przesuwa je w czasie. Po drugie, tempo poprawy wpływów podatkowych powoli hamuje, co potwierdza i naszą tezę o zerwaniu najniżej wiszących owoców z drzewa ściągalności podatków, i dość ostrożną prognozę dochodów w projekcie budżetu na 2019 rok. Uwaga obecnie powinna kierować się na deficyt sektora rządowego i samorządowego, tutaj bowiem wciąż istnieje przestrzeń do pozytywnych niespodzianek, jak pokazały dane o finansach JST (budżety w równowadze pomimo znaczącego wzrostu inwestycji). W roku bieżącym deficyt sektora ma szansę w relacji do PKB być najniższy w historii. Lata 2019-2020 pod tym względem zaczynają jednak naszym zdaniem być nieco bardziej niepewne – wykorzystanie przestrzeni fiskalnej przez sektor publiczny w warunkach oczekiwanego spowolnienia gospodarki (scenariusz amerykański) powinno być poważnie rozważane przez rynki.

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. Fiasko negocjacji z Pekao w sprawie połączenia obu banków było dla nas zaskoczeniem. Podjęta decyzja powinna poprawić morale w Spółce, a przez co przełożyć się na wolumeny i wyniki. Oczekujemy, że Alior Bank przyspieszy sprzedaż kredytów brutto w 2H'18, których przyrost na poziomie 2,2 mld PLN YTD pozostaje poniżej celu banku na poziomie 5,5-6,5 mld PLN. Jednocześnie wyniki za 2Q'18 zaskoczyły nas pozytywnie marżą odsetkową, która wzrosła o 11 p.b. jest dobrym prognostykiem osiągnięcia na koniec roku zapowiadanej przez Alior marży odsetkowej na poziomie 4,6%. Finalnie, Zarząd nie wykluczył, że pozytywnej korekcie ulegnie także prognoza odnośnie kosztów, która wskazuje wskaźnik C/I na poziomie 44%. Uważamy, że wyniki za 1H'18 powinny pozwolić Alior Bankowi na przekroczenie średnich oczekiwań rynkowych zysku netto na poziomie 0,8 mld PLN. Alior Bank pozostaje nadal najbardziej niedowartościowanym bankiem w polskim sektorze bankowym, a zarazem jest jednym z naszych top-pick'ów.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	68,05 PLN	
Cena docelowa	109,00 PLN	+60,2%

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

Podstawowe dane			**ALR PW**	**vs. WIG**
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	-4,8%	-6,0%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-14,4%	-8,8%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	22,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 796,0	Średni obrót 6M	18,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,9	-29,4%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	14,0	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
akumuluj (obniżona)

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

Po znaczącym wzroście kursu akcji obniżamy naszą rekomendację kupuj do akumuluj dla BZ WBK. Chociaż nadal widzimy potencjał wzrostu dla akcji BZ WBK to obecnie wzrasta prawdopodobieństwo plasowania akcji przez DB. Ostatnia transakcja została przeprowadzona po kursie 380 PLN/akcję wobec średniej ceny wynegocjowanej w warunkach transakcji na poziomie 375,27 PLN/akcję. Wyższa cena uzyskana przy plasowaniu pierwszej partii otrzymanych akcji (1,2 mln akcji BZ WBK) oznacza, że aby nie ponieść dalszej straty na transakcji DB może sprzedać pozostały udział w BZ WBK (2,75 mln akcji, które dopiero otrzyma) za 371,61 PLN/ akcję, co przekłada się na 1,4% dyskonta do obecnego kursu. Uważamy, że takie dyskonto jeszcze nie zostanie zaakceptowane przez rynek. Przypominamy także, że po wynikach za 1Q 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 6,1%. 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.

Cena bieżąca	376,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	430,00 PLN	+14,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**430,00 PLN**	**2018-09-03**
poprzednia	kupuj	430,00 PLN	2018-03-05

Podstawowe dane			**BZW PW**	**vs. WIG**
Ticker	BZW PW	Zmiana 1M	+1,6%	+0,4%
ISIN	PLBZ00000044	Zmiana YTD	-4,4%	+1,2%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	22,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	37 312,2	Średni obrót 6M	19,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,3	-4,0%
Free float	30,0%	P/E 5Y avg	14,9	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	17,2	16,9	14,8	12,2	10,7
P/BV	1,9	1,7	1,4	1,3	1,2
ROE	11,1%	10,6%	10,4%	11,1%	11,8%
DPS	21,33	5,40	6,69	12,55	15,46
DYield	5,7%	1,4%	1,8%	3,3%	4,1%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**	**2020P**
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	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 Tier1 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. Pozytywnie oceniamy pomysł fuzji z Idea Bank. Połączenie obu banków powinno zwiększyć rentowność dzięki osiągniętym synergiom kosztowym. Połączenie mogłoby wiązać się również ze zmianą nazwy połączonej instytucji co wsparłoby wizerunkową transformację banku, która jest jednym z głównych celów obecnego Zarządu.

Cena bieżąca	0,75 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	1,40 PLN	+86,7%

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

Podstawowe dane			**GNB PW**	**vs. WIG**
Ticker	GNB PW	Zmiana 1M	-23,5%	-24,7%
ISIN	PLGETBK00012	Zmiana YTD	-53,7%	-48,1%
Liczba akcji (mln)	1 044,6	Średni obrót 1M	1,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	783,4	Średni obrót 6M	1,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,5	-28,9%
Free float	49,8%	P/E 5Y avg	13,3	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	-	-	15,1	5,6	2,4
P/BV	0,1	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. Od początku roku oczekiwania odnośnie zysku netto Banku Handlowego wzrosły o 3,0% na 2018 rok ,ale spadły o 4,4% na 2019. Uważamy, że konsensus zysku netto jak i dywidendy jest nadal niedoszacowany, a wyniki za 1H'18 wskazują jego potencjał do wzrostu na poziomie około 7%. Bank Handlowy potwierdza, że jego celem strategicznym jest maksymalizacja wypłat dywidend i uważamy, że Bank Handlowy jako jedyny na przestrzeni kolejnych dwóch lat będzie w stanie utrzymać 100% poziom wypłaty. Dodatkowym atutem Banku Handlowego jest największa wrażliwość na podwyżki stóp procentowych, szczególnie w świetle oczekiwanych przez nas podwyżek w 2020 roku. Finalnie, Bank Handlowy powinien być także beneficjentem rosnącego popytu na kredyty korporacyjne, które są jego głównym produktem i stanowią około 62% wszystkich kredytów. Uważamy, że ze względu na rentowność, dywidendę oraz potencjał do wzrostu Bank Handlowy zasługuję na znaczącą premię do reszty sektora.

Cena bieżąca	68,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	94,00 PLN	+38,2%

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

Podstawowe dane			**BHW PW**	**vs. WIG**
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	-8,1%	-9,3%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-12,6%	-7,0%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M		2,0 mln PLN
MC (mln PLN)	8 884,9	Średni obrót 6M		2,4 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,0	-17,9%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,8	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	14,8	16,6	14,1	11,6
P/BV	1,3	1,3	1,3	1,2
ROE	8,8%	7,8%	9,1%	10,9%
DPS	4,68	4,60	4,10	4,84
DYield	6,9%	6,8%	6,0%	7,1%
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 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
akumuluj (bez zmian)

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

Uważamy, że ING BSK ze względu na swój bezpieczny profil, dynamiczny wzrost aktywów oraz bardzo wysoką rentowność zasługuje na 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.

Cena bieżąca	180,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	212,00 PLN	+17,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**akumuluj**	**212,00 PLN**	**2018-08-02**

Podstawowe dane			**ING PW**	**vs. WIG**
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	-2,3%	-3,5%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	-11,1%	-5,5%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M		1,1 mln PLN
MC (mln PLN)	23 418,0	Średni obrót 6M		1,9 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,9	-11,8%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,8	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	18,7	16,7	14,9	13,1	12,1
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
sprzedaj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian rekomendację sprzedaj 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 dywidendę, narażony jest na znaczące straty związane z ustawą CHF oraz finalnie nie oczekujemy podwyżek konsensusu w najbliższych kwartałach. Oznacza to, że Bank Millennium ma drugie najniższe ROE pośród analizowanych przez nas banków i jeden z najniższych wskaźników DYield. Ponadto, nieoczekiwanie na nowo ożyła dyskusja na temat wprowadzenia w życie ustawy o wsparciu kredytobiorców hipotecznych (tzw. frankowa). Według przewodniczącego Sejmowej Komisji Finansów ustawa powinna zostać uchwalona jeszcze w październiku br. Szacujemy, że koszty ustawy mogą stanowić od 8% do aż 34% konsensusu zysku netto na 2019 rok. Finalnie, wyniki za 2Q'18 wskazują, że konsensus prognoz na cały rok jest w zasięgu banku Millennium, ale bylibyśmy bardzo ostrożni z jego potencjałem do wzrostu. Ponadto uważamy, że wyniki za 1H'18 potwierdzają, że realizacja celu strategicznego na poziomie 1 mld PLN zysku netto w 2020 jest nadal bardzo ambitna. 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 naszego podejścia do Banku Millennium może nastąpić wraz z ewentualną akwizycją, która poprawi rentowność banku w krótkim terminie lub jeszcze bardziej zdecydowanym wzrostem sumy bilansowej.

Cena bieżąca	8,98 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	7,00 PLN	-22,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**sprzedaj**	**7,00 PLN**	**2018-08-02**

Podstawowe dane			**MIL PW**	**vs. WIG**
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-0,3%	-1,5%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	+0,4%	+6,0%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	4,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 893,8	Średni obrót 6M	5,8 mln PLN	
		P/E 12M fwd	13,4	+2,7%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	13,1	premia

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	15,5	16,0	15,1	13,7
P/BV	1,6	1,4	1,3	1,1
ROE	10,5%	9,3%	8,8%	8,7%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,15
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%
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	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, niskie ryzyko operacyjne związane ze znikomą ekspozycją na kredyty CHF oraz pozycję wicelidera w segmencie korporacyjnym, który będzie głównym czynnikiem wzrostu rynku kredytów w 2H'18 roku. Szacujemy, że wzrost kredytów w Banku Pekao przyspieszy do 10%+ w 2018 roku, pierwszy raz od 2004 roku. Uważamy, że wyniki po 1H'18 nie spowodują spadku konsensusu prognoz na 2018 rok. Oczekujemy, że obecna różnica (6%) zostanie pokryta przez wzrost organiczny banku. Katalizatorem dla dalszego wzrostu kursu akcji Pekao powinny być rosnące wolumeny kredytowe, dalsza restrukturyzacja zatrudnienia, nowa oferta produktowa, ale również wejście na ścieżkę realizacji ROE na poziomie 14% założonym w strategii banku na 2020 rok.

Cena bieżąca	116,85 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	157,00 PLN	+34,4%

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

Podstawowe dane			**PEO PW**	**vs. WIG**
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	+5,3%	+4,1%
ISIN	PLPEKAO00016	Zmiana YTD	-3,9%	+1,7%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	95,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	30 669,6	Średni obrót 6M	78,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,5	-21,3%
Free float	49,9%	P/E 5Y avg	15,8	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	13,5	12,4	14,0	11,6
P/BV	1,3	1,3	1,3	1,3
ROE	9,8%	10,7%	9,4%	11,1%
DPS	8,70	8,68	7,90	8,32
DYield	7,4%	7,4%	6,8%	7,1%
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 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. Uważamy, że wyniki za 1H'18 spowodują, że konsensus prognoz na cały 2018 rok powinien zostać lekko przekroczony przez bank (na poziomie 3 658,1 mln PLN). Jednocześnie bardzo pozytywnie postrzegamy sprzedaż produktów detalicznych, które w przypadku kredytów hipotecznych i konsumenckich osiągnęły poziom 4 mld PLN w kwartale. Idealistyczny obraz wyników jest jednak nieco zakłócony przez ustawę o wsparciu kredytobiorców hipotecznych, która na nowo ożyła. Według przewodniczącego Sejmowej Komisji Finansów ustawa powinna zostać uchwalona jeszcze w październiku br. Chociaż szacujemy, że koszty ustawy mogą stanowić „zaledwie" 3%-12% konsensusu zysku netto na 2019 rok to wstępna reakcja na ustawę będzie negatywna. 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 jak ustawa CHF mogą doprowadzić do przeceny walorów.

Cena bieżąca	42,20 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	38,00 PLN	-10,0%

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

Podstawowe dane			**PKO PW**	**vs. WIG**
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+2,2%	+1,0%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-3,6%	+2,0%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	108,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	52 750,0	Średni obrót 6M	86,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	13,8	+4,2%
Free float	68,6%	P/E 5Y avg	13,3	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	7 755	10 919	9 216	10 367
WNDB	12 121	12 803	13 355	14 626
Koszty	-5 590	-6 024	-6 209	-6 458
Saldo rezerw	-1 623	-1 620	-1 718	-1 843
Zysk netto	2 874	3 104	3 313	3 973
P/E	18,4	17,0	15,9	13,3
P/BV	1,6	1,5	1,3	1,2
ROE	9,1%	9,0%	8,7%	9,5%
DPS	0,00	0,00	0,55	0,66
DYield	0,0%	0,0%	1,3%	1,6%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%

RZiS

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	57 453
Zyski ekonomiczne	50%	56 133
Średnia wartość godziwa		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. Chociaż od początku roku konsensus prognoz na 2018 rok wzrósł o 4% dla KB to uważamy, że wyniki Komercni Banka na lata 2018-19 są nadal niedoszacowane przez rynek. Zakładając, że KB powtórzy wynik z 2Q'18 w pozostałej części roku konsensus prognoz na cały rok jest obecnie za niski o 6%. Wysoka rentowność Komercni Banka przekłada się na wskaźnik DYield na poziomie około 4,7%-5,1% (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	924,50 CZK	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	1 111,00 CZK	+20,2%

	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	-1,9%	-3,1%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+6,5%	+12,1%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	81,9 mln CZK	
MC (mld CZK)	174,6	Średni obrót 6M	124,9 mln CZK	
		P/E 12M fwd	12,8	-8,7%
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	12,8	11,7	11,8	10,1
P/BV	1,7	1,8	1,5	1,4
ROE	13,4%	15,0%	13,8%	14,2%
DPS	62,00	40,00	47,00	43,00
DYield	6,7%	4,3%	5,1%	4,7%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%

RZiS

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln CZK)	**wartość**	**udział**
Etap I (2017-18)	14 803	7%
Korekta o PV	-2 891	-1%
Etap II (2019-33)	138 392	66%
Etap III (2034-53)	37 780	18%
Wartość 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
kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj oraz cenę docelową dla Erste Banku. Erste Bank zaraportował o 6% wyższe wyniki od konsensusu w 1Q'18 oraz o 12% w 2Q'18, co naszym zdaniem doprowadzi do rewizji całorocznych prognoz rynku. Nasze prognozy na 2018 rok są obecnie 6% wyższe od konsensusu, ale zgodne na lata 2019-20. Jednocześnie nasza prognoza na 2018 rok wyższa od obecnych oczekiwań Zarządu, który nadal wskazuje poziom ROTE >10%. Uważamy, że nadal istnieje potencjał do pozytywnych zaskoczeń, który może wynikać z jeszcze niższego kosztu ryzyka niż prognozujemy (0 p.b. w 2018 roku), dalszych podwyżek stóp procentowych w Czechach oraz z jeszcze szybszej ekspansji wolumenów kredytowych (+8% w 2018 roku). Brak wzrostu zysku netto w prognozie na 2019 rok wynika ze wzrostu kosztu ryzyka, który zakładamy na poziomie 12 p.b. a następnie 16 p.b. w 2020 roku. Finalnie oczekujemy wzrostu dywidendy do 1,5 EUR/akcję w 2019-20, co przekłada się na DYield na poziomie 4,3%.

Cena bieżąca	34,27 EUR	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	43,00 EUR	+25,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**43,00 EUR**	**2018-08-02**

Podstawowe dane			**EBS AV**	**vs. WIG**
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	-6,6%	-7,8%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	-1,8%	+3,7%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	18,7 mln EUR	
MC (mln EUR)	14 729,2	Średni obrót 6M	26,4 mln EUR	
		P/E 12M fwd	10,0	-14,0%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	11,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	4 375	4 353	4 535	4 787	5 070
WNDB	6 484	6 475	6 705	7 034	7 389
Koszty	-4 028	-4 158	-3 825	-3 884	-3 944
Saldo rezerw	-196	-132	2	-198	-284
Zysk netto	1 265	1 316	1 502	1 507	1 621
P/E	11,6	11,2	9,8	9,8	9,1
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
ROE	10,8%	10,0%	10,5%	10,0%	10,3%
DPS	0,50	1,00	1,20	1,47	1,47
DYield	1,5%	2,9%	3,5%	4,3%	4,3%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**	**2020P**
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy netto	4 375	4 353	4 535	4 787	5 070
Wynik prowizyjny	1 783	1 852	1 942	1 994	2 046
Wynik handlowy	326	270	228	253	273
WNDB	**6 484**	**6 475**	**6 705**	**7 034**	**7 389**
Poz. wynik operacyjny	79	-1	-420	-449	-482
Podatek bankowy	-389	-106	-112	-118	-124
Koszty operacyjne	-4 028	-4 158	-3 825	-3 884	-3 944
Zysk operacyjny	**2 146**	**2 210**	**2 348**	**2 583**	**2 838**
Saldo rezerw	-196	-132	2	-198	-284
Zysk operacyjny netto	**1 950**	**2 078**	**2 350**	**2 385**	**2 554**
Zyski nadzwyczajne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	**1 950**	**2 078**	**2 350**	**2 385**	**2 554**
Podatek dochodowy	-414	-410	-492	-515	-548
Zyski mniejszościowych	-272	-352	-356	-363	-385
Zysk netto	**1 265**	**1 316**	**1 502**	**1 507**	**1 621**

Bilans

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Kredyty netto	**135 267**	**139 532**	**155 566**	**167 148**	**178 443**
Pozostałe aktywa	72 960	81 127	79 755	83 168	86 790
Aktywa razem	**208 227**	**220 659**	**235 321**	**250 316**	**265 233**
Depozyty	**138 013**	**150 969**	**163 702**	**172 329**	**181 755**
Pozostałe zobowiązania	53 612	51 402	52 168	57 465	61 750
Udziały mniejszościowe	4 142	4 416	4 772	5 135	5 520
Kapitały własne	**12 460**	**13 872**	**14 679**	**15 387**	**16 208**

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
NIM	2,2%	2,0%	2,1%	2,0%	2,0%
C/I	60,9%	64,2%	63,3%	61,6%	59,9%
CoR	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,2%
NPL Ratio	4,9%	4,0%	4,8%	4,8%	4,8%
Tier 1	13,4%	14,0%	13,4%	13,2%	13,1%

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	**7 998**	**18,61**	**631**	**630**	**658**	**12,7**	**12,7**	**12,2**	**4 501**	**1,8**
Savings Banks	451	1,05	63	67	72	7,1	6,7	6,2	2 777	0,2
Erste Oesterreich	4 297	10,00	287	307	337	15,0	14,0	12,8	1 725	2,5
Austria pozostała	3 251	7,56	281	256	249	11,6	12,7	13,1	1 910	1,7
CEE ogółem	**15 286**	**35,56**	**1 179**	**1 164**	**1 230**	**13,0**	**13,1**	**12,4**	**6 704**	**2,3**
Republika Czeska	7 984	18,58	572	571	586	14,0	14,0	13,6	2 692	3,0
Rumunia	2 213	5,15	183	186	192	12,1	11,9	11,5	1 269	1,7
Słowacja	2 882	6,70	183	208	237	15,7	13,8	12,2	911	3,2
Węgry	1 322	3,08	132	110	121	10,0	12,0	10,9	876	1,5
Chorwacja	742	1,73	105	82	83	7,1	9,1	8,9	768	1,0
Serbia	143	0,33	4	8	11	36,0	18,9	13,6	189	0,8
Pozostałe	**-5 676**	**-13,21**	**-308**	**-288**	**-267**	**18,5**	**19,7**	**21,3**	**781**	**-7,3**
Grupa Erste ogółem	**17 607**	**40,97**								

Podsumowanie wyceny

(mln EUR)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		6,6%
DDM	50%	20 052
Zyski ekonomiczne	50%	15 163
Średnia wartość godziwa		17 607
na akcję (EUR)		40,97
Koszt kapitału 9M		5,0%
Cena docelowa za 9M (EUR)		**43,00**

mBank Dom Maklerski

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. Finalnie zwracamy uwagę na ROE OTP Banku, które szacujemy na 15% w 2019 roku czyli poziom, który jest nieosiągalny przez żaden inny analizowany przez nas bank.

Cena bieżąca	10 360,00 HUF	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	12 090,00 HUF	+16,7%

	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	-0,6%	-1,8%
ISIN	HU0000061726	Zmiana YTD	-1,3%	+4,2%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	4,6 mld HUF	
MC (mld HUF)	2 766,5	Średni obrót 6M	5,1 mld HUF	
		P/E 12M fwd	10,0	-2,2%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	10,2	dyskonto

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	13,7	9,8	10,5	9,7
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%	2,4%	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
akumuluj (bez zmian)

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

Wyniki za pierwsze półrocze pozytywnie zaskoczyły przypisem składki brutto, ale negatywnie wynikiem inwestycyjnym oraz kosztami operacyjnymi. Uważamy, że ogłoszone wyniki doprowadzą do lekkiej pozytywnej rewizji konsensusu na rok obecny, ale nie naszej prognozy, która obecnie jest 3% powyżej konsensusu. Uważamy, że istotnym zagrożeniem dla naszych prognoz może być kolejny bardzo słaby kwartał wyniku inwestycyjnego w 2H'18 lub zdarzenia katastrofalne o sile większej niż w roku ubiegłym. Z drugiej strony pozytywnie zaskoczyć może współpraca z Bankiem Pekao na polu sprzedaży wiązanej. W okresie naszej szczegółowej prognozy zakładamy wypłatę dywidendy na poziomie 75%, co przekłada się na 2,71 PN/akcję w 2019 oraz 3,02 PLN / akcję w 2020 roku oraz wskaźnik DYield w przedziale 6,1-6,8%. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj oraz cenę docelową na PZU chociaż uważamy, że potencjał wzrostu jest już ograniczony.

Cena bieżąca	44,66 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	47,50 PLN	+6,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**akumuluj**	**47,50 PLN**	**2018-08-02**

Podstawowe dane			**PZU PW**	**vs. WIG**
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	+7,9%	+6,7%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	+5,9%	+11,5%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	61,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	38 564,9	Średni obrót 6M	62,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,1	-3,2%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	12,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Skł. przyp. brutto	20 219	22 847	23 320	23 909	24 540
Odszkodowania	-12 732	-14 942	-14 859	-14 906	-15 136
Wynik inw.	1 300	1 895	1 340	1 391	1 399
Koszty razem	-4 246	-4 511	-4 674	-4 886	-5 016
Zysk netto	1 954	2 910	3 115	3 454	3 692
P/E	19,9	13,3	12,4	11,1	10,4
P/BV	3,0	2,6	2,5	2,3	2,2
ROE	15,1%	21,1%	20,6%	21,4%	21,4%
DPS	2,08	1,40	2,70	2,71	3,02
DYield	4,7%	3,1%	6,0%	6,1%	6,8%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**
Składka przypisana brutto	0,0%	0,0%
Odszkodowania	0,0%	0,0%
Wynik inwestycyjny	0,0%	0,0%
Koszty razem	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Składka przypisana brutto	20 219	22 847	23 320	23 909	24 540
Składka zarobiona netto	18 625	21 354	22 112	22 726	23 310
Odszkodowania i świadcze	-12 732	-14 941	-14 859	-14 906	-15 136
Wynik inwestycyjny	1 300	1 895	1 340	1 391	1 399
Koszty akwizycji	-2 613	-2 901	-3 089	-3 267	-3 362
Koszty administracyjne	-1 633	-1 610	-1 585	-1 619	-1 654
Pozostałe przychody/koszt	-604	-774	-917	-1 032	-1 158
Wynik na działalności bank	648	2 487	4 067	4 723	5 543
Wynik operacyjny	**2 991**	**5 510**	**7 070**	**8 015**	**8 941**
Koszty finansowe	0	0	0	0	0
Jednostki zależne	16	16	16	-3	0
Zysk brutto	**3 007**	**5 526**	**7 086**	**8 012**	**8 941**
Podatek dochodowy	-614	-1 293	-1 538	-1 739	-1 928
Zysk mniejszości	439	1 323	2 433	2 820	3 322
Zysk netto	**1 954**	**2 910**	**3 115**	**3 454**	**3 692**

Bilans

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Aktywa finansowe	**105 286**	**281 854**	**320 920**	**337 921**	**365 129**
Pozostałe aktywa	20 010	35 551	36 417	37 316	38 250
Aktywa razem	**125 296**	**317 405**	**357 337**	**375 237**	**403 379**
Rezerwy techniczne	**42 194**	**44 558**	**50 574**	**51 738**	**53 005**
Pozostałe zobowiązania	66 018	235 246	267 512	283 016	294 982
Udziały mniejszościowe	4 086	22 979	23 673	23 770	37 576
Kapitały własne	**12 998**	**14 622**	**15 577**	**16 713**	**17 815**

Wskaźniki

(%)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Odszkodowań	68,7	70,0	67,2	65,6	64,9
Kosztów ogółem	21,1	21,1	21,1	21,5	21,5
Zwrot na portfelu	4,6	5,4	2,2	2,3	2,3
COR majątku	95,7	90,5	87,7	85,8	84,8
Marża op w Życiu	24,05	16,11	21,67	21,11	20,98

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	**wartość**	**udział**
Etap I (2018-20)	6 013	22%
Korekta o PV	1 914	7%
Etap II (2021-35)	15 225	55%
Etap III (2036-55)	3 806	14%
Wartość rezydualna	691	3%
Wartość godziwa	**27 650**	**100%**
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**32,02**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**34,06**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	**wartość**	**udział**
Początkowe TNAV	10 783	44%
Etap I (2018-20)	4 063	16%
Korekta o PV	1 141	5%
Etap II (2021-35)	7 251	29%
Etap III (2036-55)	1 529	6%
Wartość godziwa	**24 768**	**100%**
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**28,68**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**30,51**	

Wycena PZU (bez banków)

(mln PLN)	**waga**	**wycena**
DDM	50%	27 650
Zyski ekonomiczne	50%	24 768
Średnia wartość godziwa		26 209

Wycena sumą części (SOTP)

(mln PLN)	**łącznie**	**na akcję**
PZU (bez banków)	26 209	30,35
Bank Pekao	8 480	9,82
Alior Bank	3 870	4,48
Suma części	**38 559**	**44,65**
Cena docelowa za 9M (PLN)		**47,50**

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 1-1,2 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. Jednocześnie Zarząd Kruka poinformował, iż w dniu 9 lipca 2018 roku podjął decyzję o rozpoczęciu przeglądu opcji strategicznych a w tym sprzedaż spółki do inwestora strategicznego. Zarząd uważa, że ewentualny inwestor może zdjąć Spółkę z giełdy. Jednocześnie Spółka nie oczekuje wrogiego przejęcia. Od ogłoszenia przeglądu opcji cena akcji Kruka ustabilizowała się poniżej 6-miesięcznej średniej na poziomie 220,98 PLN/akcję a co najmniej 2 fundusze zaraportowały zmniejszenie pozycji krótkiej. 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	207,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	300,94 PLN	+45,4%

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

Podstawowe dane			**KRU PW**	**vs. WIG**
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	-4,3%	-5,5%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	-19,3%	-13,7%
Liczba akcji (mln)	18,7	Średni obrót 1M	9,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 880,1	Średni obrót 6M	14,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,7	-23,1%
Free float	87,0%	P/E 5Y avg	13,9	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	15,3	13,1	11,0	9,3	8,8
P/BV	3,0	2,7	2,2	1,9	1,7
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%	1,1%	2,4%	2,7%	5,4%

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 wierzytelno	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**

Skarbiec Holding
kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy naszą cenę docelową 36,86 PLN/akcję jak i rekomendację kupuj bez zmian. W naszych prognozach uwzględniamy najnowszą propozycję Ministerstwa Finansów stopniowego obniżenia opłaty stałej do 2,0% w 2022 roku (wobec 3,0% proponowanych wcześniej) oraz wolniejszy wzrost rynku w średnim terminie. Pozytywną informacją jest dalsza możliwość pobierania opłaty zmiennej przez fundusze inwestycyjne, co nie zawsze było uwzględniane w wycenie rynkowej Skarbca w przeszłości oraz współpraca z Trigon TFI. Skarbiec Holding rozpoczął strategiczną współpracę z Trigon TFI na mocy, której przejmie zarządzanie 5 portfelami funduszy. Przenoszenie funduszy będzie odbywać się etapami co oznacza, że w krótkim okresie SKH będzie otrzymywać opłatę za ich zarządzanie. Na koniec lipca Trigon TFI posiadał 1,6 mld PLN AUM rynku kapitałowego, ale uważamy, że część zarządzana przez SKH będzie w pierwszym etapie znacznie mniejsza. Wstępnie współpracę oceniamy pozytywnie, szczególnie w świetle spadających opłat, ale jej finalną ocenę przedstawimy po poznaniu końcowych warunków. Obecnie zakładamy wzrost AUM Skarbca w średniorocznym tempie +10,5% przez kolejne 9 lat przy wzroście 7,0% rynku, co przełoży się na rosnący udział rynkowy z 2,6% obecnie do 3,1% w 2026 roku. Oczekujemy, że przez cały okres naszej prognozy Skarbiec Holding płacić będzie sowitą dywidendę ze wskaźnikiem DYield w przedziale 12-19%.

Cena bieżąca	24,50 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	36,86 PLN	+50,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**36,86 PLN**	**2018-08-31**

Podstawowe dane			**SKH PW**	**vs. WIG**
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	-7,9%	-9,1%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	-11,6%	-6,0%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	167,1	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	8,2	+0,6%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	8,2	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody ogółem	109,2	99,7	103,7	107,7	112,7
opłata stała	69,6	80,0	81,8	87,3	91,8
opłata zmienna	31,4	14,5	16,2	14,3	14,3
Koszty razem	-69,2	-76,5	-77,6	-80,3	-85,6
Zysk netto	32,5	19,5	21,9	23,1	22,8
P/E	5,1	8,6	7,6	7,2	7,3
P/BV	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8
ROE	34,1%	20,6%	24,4%	25,3%	25,0%
DPS	3,08	4,57	2,99	3,30	3,36
DYield	12,6%	18,7%	12,2%	13,5%	13,7%

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	80,0	81,8	87,3
Wynagrodzenie zmienne	1,8	31,4	14,5	16,2	14,3
Pozostałe	6,6	8,3	5,2	5,6	6,1
Przychody	**75,4**	**109,2**	**99,7**	**103,7**	**107,7**
Koszty dystrybucji	-32,3	-34,4	-41,0	-42,6	-44,5
Koszty świadczeń pracown	-11,7	-16,3	-18,8	-17,5	-17,5
Pozostałe koszty działalno	-16,0	-18,5	-16,8	-17,5	-18,3
Koszty operacyjne	**-60,1**	**-69,2**	**-76,5**	**-77,6**	**-80,3**
Pozostałe	0,9	0,3	1,0	1,0	1,1
Zysk brutto	**16,2**	**40,3**	**24,2**	**27,1**	**28,5**
Podatek dochodowy	-3,2	-7,8	-4,6	-5,1	-5,4
Zysk netto	**13,0**	**32,5**	**19,5**	**21,9**	**23,1**
Aktywa detaliczne	2 906	3 919	4 414	4 845	5 383
Aktywa dedykowane	12 681	14 623	2 375	2 494	2 618
AUM ogółem	15 587	18 542	6 789	7 339	8 002

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	8,2	6,6	6,0
Udziały mniejszościowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitały własne	**89,3**	**100,8**	**89,2**	**90,8**	**91,4**

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)	138	64%
PV Dywidend (Etap II)	73	34%
PV wartości rezydualnej	4	2%
Wartość godziwa na 07/2017	**216**	**100%**
Korekta o wartość pieniądza w czasie	17	
Wartość godziwa	**233**	
Rozwodnienie (program menadż.)	-9	
Obecna wartość godziwa	**224**	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**32,84**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**35,55**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	**wartość**	**udział**
Początkowy TNAV	100	45%
Etap I (2016-2025)	86	39%
Etap II - 20-lat	36	16%
Wartość godziwa na 01/2017	**222**	**100%**
Korekta o wartość pieniądza w czasie	29	
Wartość godziwa	**250**	
Rozwodnienie (program menadż.)	-10	
Obecna wartość godziwa	**241**	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**35,27**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**38,18**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	**waga**	**wycena**
DDM	50%	224
Zyski ekonomiczne	50%	241

Wycena na akcję

(PLN)	**waga**	**wycena**
DDM	50%	32,84
Zyski ekonomiczne	50%	35,27
Koszt kapitału 9M		8,3%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**36,86**

Chemia

Ciech

kupuj (bez zmian)

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

Wyłączenia szkodliwych mocy produkcji sody w Chinach mają pozytywny wpływ na globalny bilans rynku sody (w VII'18 Chiny praktycznie nie eksportowały sody). Wysoki popyt z Azji budzi nadzieje na szybszą absorbcję nowych mocy produkcyjnych z Turcji. Dodatkowo według informacji podawanych przez ICIS Kazań Soda (2,5 mln ton nowej produkcji) odnotowuje opóźnienia pełnego rozpoczęcia produkcji. Dodatkowo według informacji agencji cała planowa na 2018 roku produkcja jest już zakontraktowana, a zdecydowana większość wolumenów jest wysyłana do Azji. Zarząd Ciech 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. W krótkim terminie ryzykiem dla notowań są oczekiwane słabsze r/r (jednocyfrowa dynamika spadku r/r EBITDA) wyniki Grupy Ciech w 2Q'18, co jest rezultatem wyraźnej presji ze strony notowań gazu ziemnego. Z drugiej strony Ciech w 2018 roku wyraźnie wyróżnia się na tle spółek chemicznych pod względem wielkości wypłacanej dywidendy (7,5 PLN/akcja) oraz wycena na wskaźnika P/E oraz EV/EBITDA. Aktualizujemy naszą wycenę o zapowiadane inwestycje soli warzonej w Niemczech oraz sody oczyszczonej w Niemczech. W wycenie uwzględniamy również przejęcie Proplan Plant. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Grupy Ciech oraz cenę 82,52 PLN/akcja.

Cena bieżąca	52,60 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	82,52 PLN	+56,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**82,52 PLN**	**2018-08-02**

Podstawowe dane			**CIE PW**	**vs. WIG**
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	-6,6%	-7,8%
ISIN	PLCIECH00018	Zmiana YTD	+5,2%	+10,8%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	2,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 772,0	Średni obrót 6M	4,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 073,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,7	-7,4%
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	3 760	3 845	4 057
EBITDA skor.	874	808	748	792	860
marża EBITDA	25,3%	22,6%	19,9%	20,6%	21,2%
EBIT skor.	650	564	474	502	559
Zysk netto skor.	585	373	337	357	403
P/E skor.	4,7	7,4	8,2	7,8	6,9
P/BV	1,6	1,3	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA skor.	4,4	4,5	5,4	5,1	4,6
DPS	2,85	0,00	7,50	3,52	4,41
DYield	5,4%	0,0%	14,3%	6,7%	8,4%

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	585	615	673
EBITDA organika	78	97	123	137	145
EBITDA krzemiany	35	37	44	44	46
EBITDA pozostałe	-33	-5	-4	-4	-4
EBITDA/t soda	348	306	244	256	280
Przepływy oper.	**837**	**629**	**651**	**693**	**745**
Amortyzacja	223	244	274	291	301
Kapitał obrotowy	97	-66	-3	-1	-3
Przepływy inw.	**-446**	**-389**	**-650**	**-414**	**-377**
CAPEX	458	402	650	414	377
Przepływy fin.	**-180**	**-164**	**-440**	**-232**	**-278**
Dywidenda/buyback	-150	0	-395	-185	-232
FCF	387	234	3	280	370
FCF/EBITDA	44%	28%	0%	35%	43%
CFO/EBITDA	95%	75%	87%	87%	87%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	4 502	4 644	4 687	4 880	5 101
Aktywa trwałe	3 210	3 205	3 644	3 768	3 846
Kapitał własny	1 767	2 188	2 189	2 361	2 532
Udział mniejszości	-3	-3	-3	-3	-3
Dług netto	1 116	865	1 305	1 258	1 168
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	1,0	1,7	1,6	1,4
Dług netto/kap. wł. (x)	0,6	0,4	0,6	0,5	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	7,8	7,0	5,3	6,6	5,6	3,9
Maksimum	28,0	23,3	18,8	18,2	14,1	12,1
Mediana	14,7	12,7	11,1	7,9	6,7	6,2
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	268	268	268	268	268	268	268	268
Soda Ciech (PLN/t)	819,4	809,6	810,0	819,0	841,8	841,8	841,8	841,8	841,8	841,8	841,8
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	3 760	3 845	4 057	4 147	4 238	4 271	4 296	4 313	4 330	4 348	4 366
EBITDA	748	792	860	852	867	871	874	870	867	862	857
marża EBITDA	19,9%	20,6%	21,2%	20,5%	20,5%	20,4%	20,3%	20,2%	20,0%	19,8%	19,6%
EBIT	474	502	559	536	561	573	572	564	557	548	539
Podatek	92	97	110	105	110	113	113	112	110	109	107
CAPEX	-650	-414	-377	-315	-287	-294	-300	-305	-309	-313	-318
Kapitał obrotowy	-3	-1	-3	-1	-1	0	0	0	0	0	0
FCF	3	280	370	431	469	463	460	454	447	440	433
PV FCF	3	253	311	337	339	310	284	258	233	210	
WACC	7,3%	7,4%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%	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	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 538
Dług netto	1 260
Inne korekty	-3
Wycena DCF na akcję (PLN)	86,97

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	68,27
DCF	50%	86,97
Cena wynikowa		77,62
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**82,52**

Grupa Azoty
trzymaj (podtrzymana)

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 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 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. Wyniki 2Q'18 były poniżej naszych oczekiwań i konsensusu. Po wynikach naszym zdaniem całoroczny konsensus prognoz będzie się obniżał w kierunku 950 mln PLN EBITDA vs. 1,1 mld PLN obecnie. Aktualizujemy nasze całoroczne prognozy o słabe wyniki 2Q'18. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację (trzymaj) oraz cenę docelową korygujemy do 41,13 PLN/akcja (wcześniej 42,13 PLN/akcja).

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	38,00 PLN	
Cena docelowa	41,13 PLN	+8,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**41,13 PLN**	**2018-09-03**
poprzednia	trzymaj	42,13 PLN	2018-08-02

Podstawowe dane			**ATT PW**	**vs. WIG**
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-9,3%	-10,5%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	-44,4%	-38,8%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	2,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 769,4	Średni obrót 6M	2,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	5 435,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	-28,9%
Free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	8 956	9 617	9 810	10 135	10 410
EBITDA skor.	1 034	1 262	967	1 059	1 110
marża EBITDA	11,5%	13,1%	9,9%	10,5%	10,7%
EBIT skor.	523	672	351	375	414
Zysk netto skor.	385	550	249	249	265
P/E skor.	9,8	6,9	15,2	15,2	14,2
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA skor.	4,5	3,7	5,6	5,8	6,3
DPS	0,84	0,79	1,20	0,68	0,75
DYield	2,2%	2,1%	3,2%	1,8%	2,0%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA	-13,7%	-1,7%	-1,7%
Zysk netto	-26,6%	-6,4%	-6,2%
Mocznik (PLN/t)	-0,0%	+1,5%	+1,5%
Saletra (PLN/t)	-0,0%	+1,4%	+1,5%
Gaz ziemny (PLN/m3)	0,0%	0,0%	0,0%
Melamina (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Poliamid 6 (PLN/t)	+3,0%	-2,8%	-3,0%
Propylen (PLN/t)	+12,1%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA nawozy	600	484	194	324	394
EBITDA tworzywa	-33	221	280	230	228
EBITDA chemia	271	348	362	386	360
EBITDA energetyka	95,5	58,4	75,7	31,1	28,8
EBITDA pozostałe	40	76	26	88	98
Przepływy oper.	**1 136**	**1 107**	**889**	**1 002**	**1 048**
Amortyzacja	511	590	617	684	695
Kapitał obrotowy	137	13	-4	-7	-6
Przepływy inw.	**-1 303**	**-709**	**-1 220**	**-1 483**	**-1 765**
CAPEX	1 236	1 063	1 420	1 537	1 765
Przepływy fin.	**76**	**39**	**-169**	**-77**	**714**
Dywidenda/buyback	-83	-78	-119	-67	-75
FCF	-214	53	-538	-544	-723
FCF/EBITDA	-21%	4%	-57%	-51%	-65%
CFO/EBITDA	114%	93%	95%	95%	94%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	11 052	11 738	11 887	12 203	13 336
Aktywa trwałe	7 651	8 070	8 883	9 739	10 814
Kapitał własny	6 534	6 856	6 961	7 143	7 333
Udział mniejszości	595	588	593	602	610
Dług netto	273	367	1 074	1 745	2 628
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,3	1,1	1,6	2,4
Dług netto/kap. wł. (x)	0,0	0,1	0,2	0,2	0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	11,1	10,1	9,5	6,4	6,2	5,7
Maksimum	41,6	24,6	20,1	13,1	10,9	9,9
Mediana	19,0	14,8	12,1	8,6	8,0	7,2
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Mocznik (PLN/t)	1 471	1 554	1 562	1 572	1 565	1 569	1 569	1 569	1 569	1 569	1 569
Saletra (PLN/t)	1 254	1 325	1 326	1 336	1 329	1 333	1 333	1 333	1 333	1 333	1 333
Gaz ziem. (PLN/m3)	1 047	1 082	1 109	1 180	1 180	1 180	1 180	1 180	1 180	1 180	1 180
Przychody	9 810	10 135	10 410	10 598	11 629	12 234	12 429	12 598	12 717	12 845	12 949
EBITDA	938	1 059	1 110	1 175	1 302	1 430	1 419	1 411	1 394	1 394	1 386
marża EBITDA	9,6%	10,5%	10,7%	11,1%	11,2%	11,7%	11,4%	11,2%	11,0%	10,9%	10,7%
EBIT	321	375	414	504	380	505	500	507	514	507	499
Podatek	51	59	62	74	20	45	48	52	55	54	53
CAPEX	-1 420	-1 537	-1 765	-1 439	-1 056	-553	-601	-643	-814	-880	-887
Kapitał obrotowy	-4	-7	-6	-4	-22	-13	-4	-4	-3	-3	-2
FCF	-538	-544	-723	-341	205	819	766	713	522	457	444
PV FCF	-522	-493	-616	-274	152	567	491	422	286	232	
WACC	7,6%	7,2%	6,8%	6,7%	6,9%	7,0%	7,2%	7,3%	7,4%	7,4%	7,5%
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	245
Dług netto	486
Inne korekty	-588
Wycena DCF na akcję (PLN)	33,08

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	44,29
DCF	50%	33,08
Cena wynikowa		38,69
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**41,13**

Polwax
kupuj (bez zmian)

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

Ogłoszone wstępne wyniki za 2Q potwierdziły nasze prognozy, że w tym okresie nie będzie jeszcze widać poprawy po stronie marż i wolumenów, aczkolwiek spadki r/r już wyhamowały. Wykonanie naszych rocznych szacunków pozostaje niskie, ale jeszcze nie decydujemy się na korektę EBITDA z uwagi na pojawiające się sygnały zapowiadające wzrosty cen gaczy parafinowych na rynku. 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, choć na razie Spółka jeszcze „narzeka" na poziom sprzedaży. 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 uwzględnia już znaczną część nakładów na nową instalację, a nie bierze pod uwagę przyszłej kontrybucji do wyników.

Cena bieżąca	7,30 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	16,69 PLN	+128,6%

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

Podstawowe dane			**PWX PW**	**vs. WIG**
Ticker	PWX PW	Zmiana 1M	-1,4%	-2,6%
ISIN	PLPOLWX00026	Zmiana YTD	-33,9%	-28,4%
Liczba akcji (mln)	10,3	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	75,2	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	166,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,8	+1,3%
Free float	84,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,7	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	3,6	4,4	4,9	3,6	3,8
P/BV	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,2	3,9	6,4	5,7	4,8
DPS	1,06	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	14,5%	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

sprzedaj (podtrzymana)

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

Kurs Lotosu wyznacza już historyczne maksima, a katalizatorem ostatnich wzrostów stały się lepsze wyniki za 2Q (po rozczarowującym początku roku) i okres lepszych odczytów makro w sektorze rafineryjnym. Nadal uważamy, że te wyższe marże przerobowe to raczej zjawisko krótkoterminowe i znajdujemy się już w spadkowym momencie cyklu dla sektora. Wycena Spółki zdaje się to jednak ignorować, czego odzwierciedleniem jest wysoki wskaźnik EV/EBITDA LIFO'18 na poziomie 6,2x, szczególnie mając na uwadze, że w tym roku prawie 40% EBITDA jest generowane w segmencie wydobywczym, w dużym stopniu opartym na wysoko opodatkowanej produkcji w Norwegii. Rynek zignorował też kompletnie informację o kolejnym opóźnieniu na projekcie EFRA, które obniża przyszłoroczne wyniki o około 0,15-0,20 mld PLN. Wydaje się, że popyt na akcje Lotosu jest napędzany przez perspektywę wezwania ze strony Orlenu, które jest postrzegane jak prawie pewne, a ustawowa cena systematycznie pnie się w górę. Nie można jednak całkowicie lekceważyć ryzyka zablokowania tej fuzji przez KE. Podtrzymujemy naszą rekomendację sprzedaj, aczkolwiek podnosimy cenę docelową do 57,21 PLN z uwagi na nieco wyższe prognozy EBITDA LIFO 2018 i wzrost wyceny porównawczej (w tym efekt niższej amortyzacji podnoszącej zysk netto). Mocny wzrost prognoz wyniku netto to w dużym stopniu kwestia wyższego efektu LIFO.

Cena bieżąca	69,90 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	57,21 PLN	-18,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**sprzedaj**	**57,21 PLN**	**2018-09-03**
poprzednia	sprzedaj	52,51 PLN	2018-08-02

Podstawowe dane			**LTS PW**	**vs. WIG**
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	+4,7%	+3,5%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	+21,1%	+26,7%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	17,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	12 922,6	Średni obrót 6M	16,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	16 420,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,6	-6,5%
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	29 197,5	31 476,0	31 888,3
EBITDA	2 922,6	3 072,8	3 068,6	2 615,0	3 140,1
marża EBITDA	14,0%	12,7%	10,5%	8,3%	9,8%
EBIT	1 854,7	2 228,5	2 281,0	1 698,3	2 092,3
Zysk netto	1 015,2	1 671,8	1 322,3	935,8	1 066,4
P/E	12,7	7,7	9,8	13,8	12,1
P/BV	1,5	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	6,1	5,0	5,4	6,6	5,4
DPS	0,00	1,00	1,00	2,15	1,52
DYield	0,0%	1,4%	1,4%	3,1%	2,2%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA LIFO	+7,6%	-5,3%	+0,7%
Zysk netto	+62,9%	-6,6%	+8,0%
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**	**2 640**	**2 573**	**3 120**
upstream	692	863	968	985	1 244
rafineria	1 761	2 058	1 482	1 405	1 689
detal	140	139	191	182	185
EV/EBITDA LIFO skor.	**6,8**	**5,1**	**6,2**	**6,8**	**5,5**
Efekt LIFO	-77	171	514	44	23
Inne zd. jednorazowe	404	-148	-86	-2	-2
Saldo finansowe	**-275**	**219**	**-238**	**-195**	**-295**
Przerób ropy mln ton	**10,4**	**9,6**	**10,4**	**10,4**	**10,2**
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,9	7,7	5,4	5,1	6,1
detal EBITDA/tonę	129	131	160	150	150
upstream $ EBITDA/boe	18,0	26,9	34,3	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**	**882**	**1 475**	**2 327**
CFO/EBITDA LIFO skor.	102%	103%	33%	57%	75%
Capex	**1 244**	**1 439**	**1 202**	**1 879**	**1 328**
Kapitał obrotowy	3 867	4 035	5 570	6 142	6 224
Kapitał własny	8 611	10 712	11 600	12 194	12 912
Dług netto	**4 808**	**2 505**	**3 498**	**4 439**	**4 084**
Dług netto/EBITDA (x)	1,6	0,8	1,1	1,7	1,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,3	3,1	3,1	2,0	1,8	1,8
Maksimum	19,7	19,1	17,2	12,3	11,4	11,0
Mediana	10,1	9,8	9,2	5,3	5,0	4,5
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	27 726	29 946	30 001	30 254	30 002	30 002	30 002	30 002	30 002	30 063	30 063
EBITDA	2 101	1 629	1 896	2 005	1 998	1 990	1 983	1 975	1 967	1 959	1 959
marża EBITDA	7,6%	5,4%	6,3%	6,6%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%
EBIT	1 613	1 036	1 234	1 284	1 313	1 272	1 242	1 212	1 182	1 150	1 207
Podatek	307	197	234	244	250	242	236	230	225	219	229
CAPEX	-768	-1 024	-748	-752	-752	-752	-752	-752	-752	-752	-752
Kapitał obrotowy	-1 671	-573	-82	12	-2	32	24	49	12	6	6
FCF	-645	-164	831	1 021	994	1 029	1 019	1 042	1 002	994	984
PV FCF	-622	-148	697	795	718	688	631	597	532	488	
WACC	7,4%	7,2%	7,3%	7,8%	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	11 263
Dług netto	2 505
Petrobaltic	1 778
Wycena DCF na akcję (PLN)	56,99

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	50,65
DCF	50%	56,99
Cena wynikowa		53,82
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**57,21**

MOL
kupuj (podwyższona)

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

Akcje MOL-a nadal omija „hossa" widoczna na polskich rafineriach, choć ekspozycja koncernu na aktualne otoczenie makro wydaje się idealna (mocny segment wydobywczy, dynamicznie rosnący detal i kompleksowe rafinerie śródlądowe). Dysproporcje na wskaźniku EV/EBITDA LIFO sięgają już 40%, co trudno uzasadnić profilem biznesowym, gdyż przykładowo Lotos ma zbliżony udział upstreamu w EBITDA przy znacznie większej ekspozycji na wysoką stopę podatkową (Norwegia). Uwzględniając korzystniejsze niż pierwotnie zakładaliśmy makro (ceny gazu, petrochemia, rafineria) i większą efektywność w segmencie wydobywczym podnosimy tegoroczne prognozy EBITDA o 16% i nieznacznie korygujemy szacunki na lata kolejne. W efekcie zwiększamy naszą wycenę o 11% do 3 296 HUF i zmieniamy rekomendację z akumuluj na kupuj. Jednocześnie przypominamy, że 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. Szacunkowy wpływ takiej transakcji po cenie zakupu to nawet +10-12% MCap, plus przeszacowanie wskaźników wyceny uwzględniających zmianę profilu ryzyka.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	2 870 HUF	
Cena docelowa	3 296 HUF	+14,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**3 296 HUF**	**2018-09-03**
poprzednia	akumuluj	2 995 HUF	2018-06-29

Podstawowe dane			**MOL HB**	**vs. WIG**
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	+6,1%	+4,9%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	-1,7%	+3,8%
Skor. l. akcji (mln)	738,1	Średni obrót 1M	1 548,7 mln HUF	
MC (mln HUF)	2 118 428,7	Średni obrót 6M	1 891,5 mln HUF	
EV (mln HUF)	2 710 378,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-5,5%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	3 553,0	4 130,3	5 094,6	5 358,5	5 375,1
EBITDA	623,4	672,7	730,3	665,3	678,9
marża EBITDA	17,5%	16,3%	14,3%	12,4%	12,6%
EBIT	307,9	354,4	375,4	294,2	299,1
Zysk netto	263,5	307,0	259,4	210,0	224,1
P/E	8,0	6,9	8,2	10,1	9,5
P/BV	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	4,9	4,3	3,7	4,1	4,0
DPS	70,88	78,13	127,50	111,76	117,35
DYield	2,5%	2,7%	4,4%	3,9%	4,1%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**	**2020P**
CCS EBITDA			+16,0%	+4,2%	+3,8%
Zysk netto			+16,1%	-5,0%	-1,9%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			+18,2%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			+2,9%	-0,1%	-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**	**694**	**656**	**679**
upstream	190	235	322	357	328
rafineria	178	198	161	116	141
detal	86	97	107	115	120
petchem	144	127	100	62	84
gaz	54	61	61	63	64
koszty ogólne	-48	-45	-57	-58	-59
EV/EBITDA LIFO skor.	**4,8**	**4,1**	**3,7**	**4,0**	**3,8**
Efekt LIFO	25	7	36	10	0
Inne zd. jednorazowe	-7	-7	0	0	0
Saldo finansowe	**-35**	**11**	**-21**	**-7**	**-7**
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	4,5	5,1	4,3	3,1	3,7
upstream $ EBITDA/boe	17,7	23,9	32,9	36,9	36,0
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**	**630**	**561**	**624**
CFO/EBITDA LIFO skor.	86%	83%	91%	86%	92%
Capex	**289**	**286**	**320**	**490**	**444**
Kapitał obrotowy	156	248	272	313	314
Kapitał własny	1 492	1 741	1 888	1 998	2 117
Dług netto	**606**	**435**	**258**	**295**	**226**
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	0,6	0,4	0,4	0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,3	3,1	3,1	2,0	1,8	1,8
Maksimum	19,7	19,1	17,2	12,3	11,4	11,0
Mediana	10,0	9,6	9,5	5,3	5,2	4,7
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	6,5	5,5	6,0	6,0	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
USD/HUF	265	265	265	265	265	265	265	265	265	265	265
Przychody	4 781	5 027	5 063	5 059	5 070	5 071	5 072	5 073	5 074	5 075	5 075
EBITDA	408	308	351	378	415	418	416	414	411	409	409
marża EBITDA	8,5%	6,1%	6,9%	7,5%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,1%	8,1%	8,1%
EBIT	242	128	160	167	191	189	182	172	162	164	194
Podatek	60	33	41	42	49	48	46	43	41	41	37
CAPEX	-216	-384	-347	-260	-221	-215	-215	-215	-215	-215	-215
Kapitał obrotowy	-51	-41	-1	2	1	0	0	1	1	1	1
FCF	81	-150	-38	78	146	156	156	157	157	154	158
PV FCF	77	-132	-31	58	99	97	89	82	76	68	0
WACC	8,8%	8,8%	8,9%	9,3%	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	1 359
Dług netto i korekty	229
Segment wydobywczy	688
Wycena DCF na akcję (HUF)	2 605

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	3 554
DCF	50%	2 605
Cena wynikowa		3 079
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		**3 296**

PGNiG
kupuj (podtrzymana)

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

Po załamaniu notowań w lipcu, sierpień przyniósł niewielkie odbicie, ale odbudowanie sentymentu po zaskakującej decyzji resortu energii ws. dywidendy potrwa jeszcze długo. Brak sensownego uzasadnienia tylko zachęca do spekulacji na temat toksycznych projektów inwestycyjnych. W naszym modelu zakładamy, że w kolejnych latach wypłaty zostaną przywrócone niemniej jednak brak dywidendy w tym roku obniża naszą wycenę porównawczą (wskaźnik DYield) i w efekcie korygujemy cenę docelową do 7,86 PLN. Prognozy EBITDA pozostawiamy na zbliżonym poziomie, ale dla obecnego roku zmieniamy nieco kompozycję. Kosztem obrotu podnosimy szacunki dla segmentu wydobywczego (obrót kupuje gaz po cenach spotowych z wydobycia i ich nie zabezpiecza). Lepiej po pierwszym półroczu, mimo obniżki taryf, prezentuje się też obszar dystrybucji, ale jest to kompensowane przez gorszy rezultat na wytwarzaniu ciepła (pogoda). Ostatecznie skonsolidowana EBITDA powinna pobić tegoroczny konsensus o około 15%, co jest tylko jednym z argumentów za kupowaniem akcji PGNiG. Spółka jest wyceniana na EV/EBITDA'18-20 średnio na poziomie 3,1x, co plasuje się 40% poniżej grupy porównawczej, a aktualny wskaźnik odbiega od średniej 5-letniej o 23%. Wzrosty cen węglowodorów od lutowego minimum zapewniają wzrost potencjału EBITDA segmentu wydobywczego już o ponad 2 mld PLN, co w tym roku tymczasowo jest rozmyte przez słabszy wynik obrotu (efekt hedgingu naturalnego - sytuacja się unormuje po ustabilizowaniu się notowań węglowodorów na tych wyższych poziomach). Warto też wspomnieć o zaskakującej podwyżce taryfy G i zbliżającym się do końca postępowaniu arbitrażowym z Gazpromem.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	5,82 PLN	
Cena docelowa	7,86 PLN	+35,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**7,86 PLN**	**2018-09-03**
poprzednia	kupuj	8,28 PLN	2018-06-29

Podstawowe dane			**PGN PW**	**vs. WIG**
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	+4,7%	+3,5%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	-5,2%	+0,3%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	19,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	33 629,8	Średni obrót 6M	20,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	31 933,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	-19,4%
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	39 713,4	43 226,4	42 849,4
EBITDA	5 974,0	6 579,0	8 436,1	9 374,4	9 657,8
marża EBITDA	18,0%	18,3%	21,2%	21,7%	22,5%
EBIT	3 360,0	3 910,0	5 732,8	6 677,2	6 915,3
Zysk netto	2 351,0	2 923,0	4 137,6	4 942,2	4 855,5
P/E	14,3	11,5	8,1	6,8	6,9
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,7	5,2	3,8	3,1	2,8
DPS	0,18	0,20	0,00	0,21	0,26
DYield	3,2%	3,4%	0,0%	3,7%	4,4%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA	-0,8%	-0,3%	-0,2%
Zysk netto	-1,5%	+0,2%	+0,4%
Brent (USD/Bbl)	0,0%	0,0%	0,0%
Gaz EU (EUR/MWh)	+7,3%	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**	**8 436**	**9 374**	**9 658**
EBITDA	5 974	6 579	8 436	9 374	9 658
wydobycie	2 206	3 865	5 544	5 610	5 694
obrót	614	-435	-20	810	869
dystrybucja	2 559	2 493	2 378	2 291	2 299
energetyka	759	843	727	859	997
pozostałe	-164	-187	-192	-196	-201
Saldo finansowe	**-150**	**12**	**-41**	**5**	**58**
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**	**-2,4**	**2,3**	**3,1**

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	**5 922**	**4 816**	**6 460**	**7 568**	**7 604**
CFO/EBITDA	99%	73%	77%	81%	79%
Capex	**2 968**	**3 162**	**4 283**	**3 797**	**3 829**
Kapitał obrotowy	3 619	5 280	6 220	6 770	6 711
Kapitał własny	32 013	33 626	37 764	41 465	44 837
Dług netto	**523**	**428**	**-1 698**	**-4 227**	**-6 572**
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,1	3,2	3,2	2,9	3,0	2,8
Maksimum	26,2	17,3	16,9	12,8	12,4	11,6
Mediana	12,5	11,7	11,2	5,7	5,6	5,3
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)	21,6	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	39 713	43 226	42 849	44 053	43 737	40 331	39 833	38 415	37 498	38 132	38 132
EBITDA	8 436	9 374	9 658	9 527	9 070	8 895	8 916	8 709	8 643	8 748	8 748
marża EBITDA	21,2%	21,7%	22,5%	21,6%	20,7%	22,1%	22,4%	22,7%	23,1%	22,9%	22,9%
EBIT	5 733	6 677	6 915	6 719	6 228	6 003	5 922	5 686	5 547	5 516	4 671
Podatek	1 563	1 739	2 106	2 058	1 908	1 823	1 796	1 684	1 617	1 609	1 433
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	-940	-550	59	-189	50	533	78	222	144	-99	-99
FCF	1 651	3 288	3 782	3 424	3 241	3 613	3 183	3 231	3 137	2 962	3 139
PV FCF	1 582	2 892	3 054	2 538	2 205	2 257	1 825	1 701	1 516	1 314	
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	42 456
Dług netto	428
Inne korekty	835
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,42

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	9,45
DYield-porównawcza	17%	3,08
DCF	50%	7,42
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		**7,86**

PKN Orlen
sprzedaj (podtrzymana)

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

Mocne odbicie marż rafineryjnych wsparło notowania Orlenu w sierpniu, aczkolwiek podobnie jak w przypadku Lotosu fala optymizmu inwestorów wyraźnie nie koresponduje z sentymentem na innych spółkach rafineryjnych w Europie. Nie bez znaczenia w tym kontekście mogą być przepływy kapitału związane ze zmianami w globalnych indeksach (FTSE, Stoxx). Przypominamy, że sentyment znacząco poprawił się już po wynikach 2Q, które wbrew powszechnej interpretacji były naszym zdaniem rozczarowujące, a zaraportowane zdarzenia jednorazowe, choć gotówkowe (zysk na sprzedaży zgromadzonych zapasów), to stanowiły zaledwie 1% kapitalizacji Spółki. Rynek zapomniał już o ryzyku związanym z przyszłorocznym podatkiem paliwowym, który Orlen zobowiązał wziąć się na siebie. Nawet jeśli to tylko populistyczne zapowiedzi, to nie można lekceważyć negatywnego wpływu tej kwestii na wyniki segmentu detalicznego w krótkim terminie. Dość zaskakujące jest też to, że akcjonariuszy Orlenu nie martwi hossa na akcjach Lotosu, który przecież ma być przedmiotem przejęcia i zakup tych aktywów na historycznych szczytach raczej nie powinien budzić entuzjazmu. Nadal podtrzymujemy nasze konserwatywne założenia dla rafinerii (ostatnia poprawa związana z korektą na ropie i problemami z logistyką - niski stan rzek w Europie) i petrochemii w średnim terminie. Na naszych prognozach Orlen jest notowany na wyraźnie wyższych mnożnikach niż konkurencyjne spółki z regionu, a jednocześnie jest najbardziej wrażliwy na powrót otoczenia droższej ropy. Utrzymujemy rekomendację sprzedaj, ale podnosimy cenę docelową do 81,38 PLN z uwagi na wycenę porównawczą i wyższe o 12% prognozy na ten rok.

Cena bieżąca	98,24 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	81,38 PLN	-17,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**sprzedaj**	**81,38 PLN**	**2018-09-03**
poprzednia	sprzedaj	76,84 PLN	2018-08-02

Podstawowe dane			**PKN PW**	**vs. WIG**
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	+7,1%	+5,9%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-4,6%	+0,9%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	72,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	42 018,1	Średni obrót 6M	65,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	49 389,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,5	-4,7%
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	110 046,8	121 227,4	124 451,1
EBITDA	9 642,0	11 078,0	8 967,4	6 600,3	7 447,7
marża EBITDA	12,1%	11,6%	8,1%	5,4%	6,0%
EBIT	7 532,0	8 657,0	6 342,3	3 731,4	4 356,1
Zysk netto	5 261,0	6 655,0	4 786,9	2 884,9	3 227,3
P/E	8,0	6,3	8,8	14,6	13,0
P/BV	1,6	1,3	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	5,0	4,1	5,5	7,7	6,8
DPS	2,13	3,00	3,00	3,92	2,36
DYield	2,2%	3,1%	3,1%	4,0%	2,4%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA LIFO	+12,3%	+0,3%	+0,1%
Zysk netto	+33,5%	-1,4%	+1,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)	+9,1%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)	+13,3%	-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**	**7 571**	**6 505**	**7 399**
rafineria	4 549	4 689	2 960	1 999	2 617
petchem	1 776	3 034	2 365	2 299	2 750
detal	1 832	2 049	2 331	2 132	2 184
upstream	255	293	318	378	392
energetyka	0	129	412	552	330
koszty ogólne	-744	-613	-814	-855	-874
EV/EBITDA LIFO skor.	**6,3**	**4,8**	**6,6**	**7,9**	**6,9**
Efekt LIFO	86	788	1 109	96	49
Inne zd. jednorazowe	1 888	709	287	0	0
Saldo finansowe	**-645**	**60**	**-396**	**-170**	**-372**
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,3	4,9	3,6	2,4	3,1
detal EBITDA/tonę	224	232	252	226	229
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**	**4 361**	**4 177**	**5 648**
CFO/EBITDA LIFO skor.	122%	84%	58%	64%	76%
Capex	**5 033**	**4 039**	**5 063**	**3 950**	**3 650**
Kapitał obrotowy	6 144	7 489	10 965	12 712	13 755
Kapitał własny	26 763	32 197	35 701	36 910	39 128
Dług netto	**3 363**	**761**	**7 371**	**8 990**	**8 373**
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,1	0,8	1,4	1,1

Analiza porównawcza

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

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Marża+dyferencjał	6,0	5,0	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Marża petchem	448	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	110 047	121 227	124 451	125 168	125 770	126 412	127 065	127 727	128 399	129 081	129 081
EBITDA	8 967	6 600	7 448	7 631	7 589	7 724	7 742	7 744	7 748	7 687	7 687
marża EBITDA	8,1%	5,4%	6,0%	6,1%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT	6 342	3 731	4 356	4 570	4 472	4 570	4 532	4 453	4 353	4 325	4 336
Podatek	1 205	709	828	868	850	868	861	846	827	822	824
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	-3 476	-1 747	-1 043	-207	-87	-93	-95	-96	-98	-99	-99
FCF	-4 977	195	1 927	3 205	3 302	3 413	3 436	3 452	3 473	3 415	3 210
PV FCF	-4 801	175	1 612	2 491	2 381	2 280	2 126	1 977	1 842	1 676	
WACC	7,5%	7,4%	7,5%	7,6%	7,8%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	34 218
Dług netto	1 695
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	76,04

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	77,06
DCF	50%	76,04
Cena wynikowa		76,55
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**81,38**

Energetyka

CEZ

sprzedaj (bez zmian)

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

Ceny energii na EEX, napędzane zwyżką CO_2 i węgla, przebiły w sierpniu psychologiczną barierę 50 EUR/MWh. Notowania CEZ, mimo wysokiej historycznej korelacji, nie odwzorowały jeszcze tego ruchu, co może być pewnym zaskoczeniem. Na pewno nie bez znaczenia jest fakt, że ze względu na politykę zabezpieczeń te warunki makro znajdą odzwierciedlenie w wynikach CEZ w pełni dopiero w roku 2021 (rok 2019 jest zabezpieczony w około 80%, a 2020 w 50%). Niemniej jednak skala potencjalnego wzrostu EBITDA w tej perspektywie byłaby znacząca (~10 mld CZK) i nie można jej lekceważyć. Na razie nie zmieniamy naszych średnioterminowych założeń, ale jeśli aktualne tendencje na CO_2 się utrzymają to będziemy korygować prognozy i wycenę CEZ. Jednocześnie zwracamy uwagę, że wysokie ceny energii mogą zwiększać ryzyko uruchomienia projektu jądrowego na rachunek Spółki i bez większego wsparcia rządu (coraz więcej rynkowych prognoz CO_2 powyżej 30 EUR/t). Szacujemy, że każdy 1 GW mocy jądrowych bez wsparcia mógłby obniżać wartość koncernu o 10-13%. W krótszym terminie negatywnie oceniamy atrakcyjność inwestycyjną CEZ. Czeski koncern notowany jest z 20% premią na EV/EBITDA do indeksu Stoxx Utilities, podczas gdy historycznie te wskaźniki były zbliżone. Taka waluacja nie jest już do uzasadnienia poziomem dywidendy, która w relacji do stopy wolnej od ryzyka zmniejszyła premię z średnich 5% do 2%. Na ten moment utrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Cena bieżąca	563,00 CZK	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	440,96 CZK	-21,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**sprzedaj**	**440,96 CZK**	**2018-07-04**

Podstawowe dane			**CEZ CP**	**vs. WIG**
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	-2,6%	-3,8%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+21,5%	+27,0%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	129,8 mln CZK	
MC (mld CZK)	302,9	Średni obrót 6M	161,3 mln CZK	
EV (mld CZK)	452,8	EV/EBITDA 12M fwd	8,3	+17,9%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody	203 744,0	201 906,0	205 271,0	214 119,6	228 090,6
EBITDA	62 418,0	57 712,0	53 393,6	54 291,0	58 567,8
marża EBITDA	30,6%	28,6%	26,0%	25,4%	25,7%
EBIT	26 114,0	25 620,0	23 858,6	25 601,3	29 029,7
Zysk netto	14 281,0	18 765,0	14 251,0	15 323,6	17 207,0
P/E	21,2	16,1	21,3	19,8	17,6
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA	7,2	7,7	8,5	8,4	7,8
DPS	40,00	33,00	33,00	26,49	28,48
DYield	7,1%	5,9%	5,9%	4,7%	5,1%

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

Wyniki za 1H'18 mnożą wątpliwości w kwestii rentowności segmentu wytwarzania, ale naszym zdaniem drugie półrocze powinno przynieść znaczącą poprawę w tym zakresie z uwagi na wzrost dyspozycyjności wysokosprawnych mocy węglowych w Kozienicach, a także podnieść rentowność zielonego bloku w Połańcu. Na tym założeniu opieramy również prognozy dalszego wzrostu EBITDA segmentu w 2019, co jest główną przyczyną odchylenia naszych szacunków od rynkowego konsensusu (+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 (od początku roku modelowy CDS dla tej jednostki wzrósł o ponad 30 PLN/MWh, co implikuje 0,2 mld PLN dodatkowego strumienia EBITDA). Jeśli chodzi o perspektywę wyników i FCF w kolejnych latach, 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.). Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	8,54 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	12,62 PLN	+47,8%

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

Podstawowe dane			**ENA PW**	**vs. WIG**
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	-8,9%	-10,1%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-25,7%	-20,2%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	3,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 769,9	Średni obrót 6M	5,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 924,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,5	-31,4%
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	12 232,2	14 267,5	13 887,5
EBITDA	2 327,8	2 683,6	2 845,4	3 284,2	2 955,8
marża EBITDA	20,7%	23,5%	23,3%	23,0%	21,3%
EBIT	1 119,3	1 487,7	1 431,4	1 828,4	1 480,8
Zysk netto	784,4	1 070,2	919,2	1 187,1	931,0
P/E	4,8	3,5	4,1	3,2	4,0
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,9	3,8	3,8	3,3	3,8
DPS	0,00	0,28	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	3,2%	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.	**2 520**	**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 (podtrzymana)

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

Po 2Q korygujemy nasze prognozy w poszczególnych segmentach (lepiej w dystrybucji i OZE, słabiej w obrocie i el. systemowych), ale wpływ na skonsolidowany strumień EBITDA nie przekracza -5% i rewizja ceny docelowej jest również marginalna (-2%). W naszej opinii tegoroczny problem z rentownością obrotu, mimo unieważnienia kontraktów z farmami wiatrowymi, jest związany z skokowymi zmianami cen i dużym spreadem peak-off peak, co uniemożliwia efektywny hedging pozycji. W przyszłym roku ten czynnik nie powinien już występować, a wyższe marże na klientach komercyjnych (mniejsza konkurencja) powinny częściowo kompensować ubytek wyniku w taryfie G (naszym zdaniem sektor podniesie ceny w tej grupie odbiorców, a wypowiedź CFO Energi o braku wniosków taryfowych dotyczyła roku bieżącego). Przy dalszym wzroście rentowności OZE pozwoli to na wyraźny wzrost EBITDA Grupy w 2019 roku. Spółka korzysta na dynamicznych wzrostach cen energii i zielonych certyfikatów (wzrost przychodu z OZE 80-100 mln PLN w skali roku), a rosnące rynkowe stopy procentowe mogą wpłynąć na przyszły zwrot w dystrybucji. Teoretycznie profil inwestycyjny Energi zasługuje na premię (90% EBITDA to biznesy regulowane, a capex węglowy to zaledwie 20% całkowitych wydatków 2018-25) szczególnie w kontekście rosnących cen CO_2, a tymczasem Spółka notowana jest z dyskontem do najbliższych konkurentów (3,4x EV/EBITDA). Jeśli aukcja mocowa zabezpieczy model finansowy Ostrołęki C to trudno będzie uzasadnić takie ujemne NPV tego projektu zdyskontowane w wycenie. Dodatkowo wraz ze wzrostem cen zielonych certyfikatów maleje też ryzyko związane z roszczeniami farm wiatrowych.

Cena bieżąca	8,40 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	15,27 PLN	+81,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**15,27 PLN**	**2018-09-03**
poprzednia	kupuj	15,58 PLN	2018-05-29

Podstawowe dane			**ENG PW**	**vs. WIG**
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	-5,9%	-7,1%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	-34,0%	-28,5%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	4,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 478,2	Średni obrót 6M	6,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 389,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,7	-25,0%
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	10 001,2	11 025,6	10 914,0
EBITDA	2 027,0	2 160,0	2 166,8	2 312,0	2 274,2
marża EBITDA	19,9%	20,5%	21,7%	21,0%	20,8%
EBIT	487,0	1 210,0	1 284,7	1 258,9	1 225,4
Zysk netto	151,0	773,0	829,0	806,5	750,1
P/E	23,0	4,5	4,2	4,3	4,6
P/BV	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,0	3,5	3,4	3,3	3,5
DPS	0,49	0,19	0,00	0,00	0,00
DYield	5,8%	2,3%	0,0%	0,0%	0,0%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA	-4,5%	-2,0%	-3,7%
Zysk netto	+3,6%	-2,6%	-6,9%
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**	**2 167**	**2 312**	**2 274**
EBITDA	2 027	2 160	2 167	2 312	2 274
wytwarzanie konw./CHP	195	229	130	135	64
OZE	119	169	240	303	297
dystrybucja	1 720	1 723	1 767	1 738	1 774
obrót	40	85	104	210	216
pozostałe	-48	-46	-73	-75	-76
Saldo finansowe	**-282**	**-208**	**-224**	**-227**	**-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	5,0	10,0	10,1
WRA w mld PLN	**11,5**	**11,7**	**12,2**	**12,6**	**12,9**
zwrot na WRA (EBIT)	8,5%	8,2%	8,2%	7,3%	7,3%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	**1 782**	**2 182**	**2 012**	**1 956**	**2 085**
CFO/EBITDA	88%	101%	93%	85%	92%
Capex	**1 580**	**1 280**	**1 573**	**1 850**	**2 205**
Kapitał obrotowy	1 608	1 403	1 332	1 468	1 454
Kapitał własny	8 777	9 409	10 238	11 044	11 795
Dług netto	**4 664**	**4 064**	**3 862**	**3 988**	**4 378**
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	1,9	1,8	1,7	1,9

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	203,9	192,8	177,5	178,5	179,7	180,9	182,2	183,5	185,0	185,0
Węgiel (PLN/t)	230,0	233,2	210,7	210,7	210,7	210,7	210,7	210,7	210,7	210,7	210,7
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	10 001	11 026	10 914	10 669	10 833	11 033	11 137	11 244	11 355	11 468	11 468
EBITDA	2 167	2 312	2 274	2 285	2 229	2 387	2 566	2 620	2 674	2 727	2 727
marża EBITDA	21,7%	21,0%	20,8%	21,4%	20,6%	21,6%	23,0%	23,3%	23,6%	23,8%	23,8%
EBIT	1 285	1 259	1 225	1 193	1 176	1 266	1 373	1 391	1 406	1 463	1 463
Podatek	244	239	233	227	224	241	261	264	267	278	278
CAPEX	-1 573	-1 850	-2 205	-2 266	-2 094	-1 663	-1 496	-1 506	-1 513	-1 517	-1 517
Kapitał obrotowy	71	-136	15	33	-22	-27	-14	-14	-15	-15	-15
FCF	421	86	-149	-175	-111	457	795	836	879	918	918
PV FCF	403	77	-123	-135	-79	305	492	480	468	452	452
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	10 217
Dług netto	4 064
Inne korekty	-226
Wycena DCF na akcję (PLN)	14,32

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	25,05
DYield-porównawcza	0%	6,50
DCF	100%	14,32
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		**15,27**

PGE
kupuj (bez zmian)

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

Mocny wzrost cen energii na TGE skutkujący, mimo wzrostu cen CO_2 rozszerzeniem spreadu na modelowej elektrowni na węgiel brunatny i nowych wysokosprawnych blokach na węgiel kamienny oraz znacznym wzrostem rentowności aktywów OZE (aktualne ceny 1Y FWD implikowałyby poprawę wyników segmentu o 0,2 mld PLN w 2019), póki co został zignorowany na notowaniach PGE, które w sierpniu zanotowały kolejne minima. Jest to tym dziwniejsze, że również w ostatnim miesiącu opublikowane zostały parametry aukcji mocowych, które dają podstawę do optymizmu w kontekście przyszłych płatności dla sektora. Przypominamy, że 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). Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Na naszych prognozach na przyszły rok wskaźnik EV/EBITDA wynosi zaledwie 3,4x.

Cena bieżąca	9,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	13,60 PLN	+51,1%

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

Podstawowe dane			**PGE PW**	**vs. WIG**
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-8,1%	-9,3%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-25,3%	-19,7%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	12,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	16 828,1	Średni obrót 6M	18,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	26 129,0	EV/EBITDA 12M fwd	3,8	-23,9%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	28 092,0	23 100,0	26 024,9	31 778,1	32 474,0
EBITDA	7 376,0	7 650,0	7 509,4	7 905,0	7 801,0
marża EBITDA	26,3%	33,1%	28,9%	24,9%	24,0%
EBIT	3 512,0	3 620,0	4 132,1	4 307,9	3 924,1
Zysk netto	2 568,0	2 660,0	3 056,2	3 114,2	2 814,8
P/E	6,6	6,3	5,5	5,4	6,0
P/BV	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,0	3,3	3,5	3,3	3,1
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,42
DYield	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	4,6%

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 (podtrzymana)

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

Akcje Tauronu kolejny miesiąc z rzędu zachowywały się gorzej od najbliższych konkurentów, co wynika z obaw o przyszłoroczne wyniki w segmencie obrotu, który relatywnie waży w tym koncernie najwięcej. Dodatkowym obciążeniem są nieustanne problemy z realizacją planów wydobycia węgla, co jest szczególnie niepokojące w kontekście wysokich cen tego surowca i problemów z zaopatrzeniem na polskim rynku. O ile w przypadku obszaru obrotu rynek naszym zdaniem przeszacowuje ryzyko dla rentowności w 2019 (poprawa marż w segmencie komercyjnym częściowo zrównoważy spadek w taryfie G, przy czym przypominamy że tylko około połowa z 9,5 TWh sprzedaży w tej kategorii podlega taryfowaniu), to dla wydobycia zdecydowaliśmy się na korektę w dół naszych prognoz z uwagi na rozczarowanie wolumenem. Na poziomie skonsolidowanego strumienia EBITDA jest to jednak równoważone lepszym rezultatem na wytwarzaniu, przede wszystkim w 1H'18, gdyż druga połowa roku będzie już obciążona wyższymi kosztami CO_2 (metoda FIFO). Słabsze półrocze również przed segmentem obrotu, gdzie rozliczane będą droższe zielone certyfikaty (metodologia FIFO). Powyższe zmiany nie wpływają jednak istotnie na naszą wycenę (uwzględniliśmy też księgowy odpis) i rekomendację kupuj. Nadal uważamy, że oprócz niskiej waluacji (gdy z EV 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 2020) na horyzoncie jest kilka pozytywnych katalizatorów, które mogą wpłynąć na poprawę sentymentu (wyniki aukcji mocowych, koniec cyklu capex, szansa na restrukturyzację portfela wytwórczego).

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	2,00 PLN	
Cena docelowa	2,77 PLN	+38,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**2,77 PLN**	**2018-09-03**
poprzednia	kupuj	2,76 PLN	2018-05-29

Podstawowe dane			**TPE PW**	**vs. WIG**
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	-9,5%	-10,7%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-34,4%	-28,9%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	7,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 505,1	Średni obrót 6M	14,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 818,3	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	-18,8%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	17 646,5	17 416,0	17 984,5	19 771,1	19 861,9
EBITDA	3 336,8	3 545,3	3 621,7	3 556,8	3 739,6
marża EBITDA	18,9%	20,4%	20,1%	18,0%	18,8%
EBIT	801,5	1 806,3	1 507,6	1 725,7	1 742,8
Zysk netto	367,5	1 380,7	923,6	1 095,4	1 081,6
P/E	9,5	2,5	3,8	3,2	3,2
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,6	3,5	3,8	4,2	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	-1,2%	+1,2%	-1,9%
Zysk netto	-30,3%	+3,4%	-4,7%
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**	**3 392**	**3 557**	**3 740**
EBITDA	3 337	3 545	3 622	3 557	3 740
wytwarzanie	545	464	678	522	598
wydobycie	-82	-83	-150	7	11
dystrybucja	2 395	2 283	2 461	2 519	2 594
obrót	490	841	603	486	512
pozostałe	-9	40	30	23	25
Saldo finansowe	**-293**	**-49**	**-334**	**-334**	**-368**
Produkcja energii TWh	**16,8**	**18,4**	**15,2**	**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	17,0	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%	8,1%	7,9%	8,1%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	**3 064**	**3 559**	**3 356**	**3 210**	**3 444**
CFO/EBITDA	92%	100%	93%	90%	92%
Capex	**3 647**	**3 562**	**4 360**	**3 976**	**2 622**
Kapitał obrotowy	517	489	504	554	557
Kapitał własny	16 649	18 036	18 960	20 055	21 137
Dług netto	**8 595**	**8 944**	**10 284**	**11 383**	**10 928**
Dług netto/EBITDA (x)	2,6	2,5	2,8	3,2	2,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	4,5	3,5	4,4	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	17 984	19 771	19 862	19 477	19 755	20 061	20 378	20 715	21 031	21 360	21 360
EBITDA	3 392	3 557	3 740	3 953	3 974	4 009	4 046	4 108	4 170	4 229	4 229
marża EBITDA	18,9%	18,0%	18,8%	20,3%	20,1%	20,0%	19,9%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%
EBIT	1 278	1 726	1 743	1 888	1 915	1 903	1 890	1 893	1 893	1 880	1 461
Podatek	243	328	331	359	364	362	359	360	360	357	278
CAPEX	-4 360	-3 976	-2 622	-2 691	-2 670	-2 693	-2 702	-2 728	-2 728	-2 768	-2 768
Kapitał obrotowy	-16	-50	-3	11	-8	-9	-9	-9	-9	-9	-9
FCF	-1 227	-797	784	914	932	946	976	1 011	1 073	1 095	1 175
PV FCF	-1 185	-726	673	736	703	667	642	618	611	580	0
WACC	6,1%	6,0%	6,2%	6,5%	6,8%	7,0%	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	14 863
Dług netto	8 944
Inne korekty	-808
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,60

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	8,05
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	2,60
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		**2,77**

Telekomunikacja, media, IT

Netia

redukuj (bez zmian)

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

W ciągu miesiąca notowania Netii spadły o >9%, były blisko 11% gorsze od szerokiego rynku. Podtrzymujemy nasze negatywne podejście do Spółki. 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	4,44 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	4,30 PLN	-3,2%

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

Podstawowe dane			**NET PW**	**vs. WIG**
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-9,4%	-10,6%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-17,5%	-11,9%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	1,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 496,5	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 883,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	+8,6%
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	46,0	42,2	40,4	48,8	42,7
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	4,0	4,6	5,3	5,6	5,7
DPS	0,39	0,38	0,00	0,00	0,00
DYield	8,9%	8,6%	0,0%	0,0%	0,0%

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

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
klienci linie głosowe (tys.)	1 140	1 014	988	951	931
ARPU głos wł. infras. (PLN)	28,4	26,5	25,9	25,4	24,9
ARPU głos WLR + LLU (PLN)	39,9	39,0	38,3	37,9	37,5
klienci broadband (tys.)	697	640	642	633	659
ARPU broadband (PLN)	56,3	56,0	56,6	57,7	58,9
Przychody	**1 522**	**1 442**	**1 393**	**1 371**	**1 367**
bezpośrednie usługi głos.	471	405	362	333	316
transmisja danych	659	616	616	613	621
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

Notowania Orange Polska spadły w ciągu ostatniego miesiąca o blisko 2% i były gorsze od szerokiego indeksu o 3% co naszym zdaniem jest nieuzasadnione. Wyniki za 2Q'18 były powyżej z oczekiwaniami. EBITDA była >4% wyższa od oczekiwań, przy braku pomocy sprzedaży aktywów, którą zakładaliśmy na poziomie 38 mln PLN (ok. 5% EBITDA). Widoczne są większe niż w poprzednich kilku kwartałach cięcia kosztów operacyjnych oraz dobre KPIs (w tym stabilizacja ARPU dla ofert konwergentych oraz blisko 40tys. przyłączonych klientów do sieci FTTH). Redukcja etatów (>640 etatów) zaskoczyła pozytywnie. Na konferencji wynikowej Zarząd Orange podkreślał spodziewaną poprawę generowanego strumienia gotówki w 2H'18. Spółka pracuje także nad nowymi inicjatywami dot. cięć kosztów. Prezes poinformował, że Orange osiągnęło już 8% z zapowiadanych 12-15% redukcji kosztów pośrednich wyznaczonej na okres 2017-2020 (po 6 z 16 kwartałach). Sentyment do Orange Polska powinna wspierać także zawarta umowa z T-Mobile w sprawie hurtowego dostępu do sieci FTTH w zakresie transmisji danych. T-Mobile płaci 162 PLN opłaty wstępne za każde gospodarstwo, tj. 25% jednostkowego kosztu poniesionego na budowę sieci z góry. Warto tutaj podkreślić, że współpraca dotyczy budynków wielorodzinnych, czyli obszarów gdzie Orange ma największą konkurencję ze strony operatorów kablowych (zarówno tych dużych, jak i lokalnych) i gdzie samo Orange jest obecne od jakiegoś czasu (spółka zbudowała podstawową znajomość oferty łączonej na tych terenach).

Cena bieżąca	4,86 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	7,60 PLN	+56,4%

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

Podstawowe dane			**OPL PW**	**vs. WIG**
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	-1,8%	-3,0%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	-16,1%	-10,5%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M		6,4 mln PLN
MC (mln PLN)	6 376,3	Średni obrót 6M		9,1 mln PLN
EV (mln PLN)	13 243,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	-4,3%
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	-	-	21,3	11,7	8,1
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,2	4,6	4,3	3,9	3,5
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	5,1%	0,0%	0,0%	0,0%	5,1%
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
trzymaj (bez zmian)

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

W ciągu ostatnich 5 miesięcy notowania Play uległy obniżeniu o >29% i były gorsze od szerokiego rynku o >32%. Zapowiadane przez nas w lipcowym raporcie analitycznym negatywne zdarzenia: słabe wyniki za 2Q'18, cięcie dywidendy od 2019 r., obniżenie oczekiwań inwestorów przez nowego prezesa Zarządu oraz wejście T-Mobile na rynek stacjonarny zmaterializowały się. Stąd sądzimy, że przy obecnym poziomie notowań spadkowy potencjał Play wyczerpał się. Obecnie telekom jest wyceniony na EV/EBITDA'18 = 5,6x, zgodnie z medianą telekomów zachodnich, 18% powyżej mediany dla spółek z CEE. Głównym argumentem wspierającym kurs jest wysoki FCFE generowany przez spółkę (750 mln PLN – nasza prognoza, od 750 do 800 mln PLN – prognoza Zarządu), co implikuje wysoki FCEE Yield = 13,6% (vs. 10,3% w Cyfrowym Polsacie). Jednak ze względu na wysokie zalewarowanie >3,0x EBITDA przy dużo niższej bazie aktywów vs. konkurencja, zwracamy uwagę na FCFE/EV, który w przypadku Play wynosi 6,1% (vs. 5,9% w CPS). Ponadto, lista kontrargumentów jest dość długa: potencjalne połączenie T-Mobile z UPC, wejście T-Mobile z produktem konwergentnym na sieci FTTH Orange na rynek dużych miast (główne pole działalności Play), istotne spowolnienie dynamiki przyłączeń abonentów, wysokie marże na sprzęcie, które mogą ulec obniżeniu i prawdopodobne wejście w segment stacjonarny, co może przynieść dodatkowe koszty.

Cena bieżąca	21,70 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	22,60 PLN	+4,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**trzymaj**	**22,60 PLN**	**2018-08-30**

Podstawowe dane			**PLY PW**	**vs. WIG**
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	+1,8%	+0,6%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	-30,5%	-25,0%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	22,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 505,3	Średni obrót 6M	10,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	12 177,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	-11,1%
Free float	49,4%	EV/EBITDA 5Y avg	6,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody	6 118	6 670	6 860	6 971	7 107
EBITDA	1 924	1 904	2 165	2 147	2 195
marża EBITDA	31,5%	28,5%	31,6%	30,8%	30,9%
EBIT	1 290	1 107	1 384	1 259	1 254
Zysk netto	712	387	793	706	723
P/E	7,7	14,2	6,9	7,8	7,6
P/BV	4,1	-	-	17,8	7,8
EV/EBITDA	5,5	6,4	5,6	5,6	5,2
DPS	0,00	1,50	2,60	1,30	1,30
DYield	0,0%	6,9%	12,0%	6,0%	6,0%

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

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Aktywni klienci (tys.)	12 011	12 394	12 269	12 373	12 447
ARPU (PLN)	31,4	32,0	32,7	33,5	34,0
Przychody	**6 118**	**6 670**	**6 860**	**6 971**	**7 107**
przychody z usług	4 493	4 878	5 054	5 126	5 237
obrót sprzętem	1 625	1 792	1 806	1 845	1 870
Koszty	**4 193**	**4 766**	**4 695**	**4 824**	**4 912**
interkonekt	1 496	1 729	1 969	1 986	1 991
koszty kontraktów	399	429	437	443	454
sprzęt	1 366	1 410	1 471	1 520	1 554
koszty osobowe	228	526	246	256	263
usługi obce	567	606	501	540	572
pozostałe	138	65	71	78	79
EBITDA skoryg.	**2 035**	**2 298**	**2 159**	**2 177**	**2 225**
marża	33,3%	34,4%	31,5%	31,2%	31,3%
Zysk netto	**712**	**387**	**793**	**706**	**723**

Bilans i CF

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
CF operacyjny	**1 588**	**1 389**	**1 972**	**1 958**	**1 977**
CFO/EBITDA skor.	78%	60%	91%	90%	89%
Capex	**-2 316**	**-650**	**-769**	**-859**	**-654**
Aktywa ogółem	8 747	8 831	8 687	8 603	8 558
Kapitał własny	1 343	-213	-69	309	704
Dług netto	**5 111**	**6 710**	**6 673**	**6 445**	**5 993**
Dług netto/EBITDA (x)	2,5	2,9	3,1	3,0	2,7

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	6 860	6 971	7 107	7 203	7 273	7 329	7 376	7 416	7 451	7 482	7 482
EBITDA	2 165	2 147	2 195	2 218	2 220	2 247	2 246	2 247	2 246	2 244	2 244
marża EBITDA	32,5%	31,3%	31,5%	31,2%	30,8%	30,9%	30,6%	30,5%	30,3%	30,1%	30,1%
Amortyzacja	781	888	941	929	1 030	975	980	964	921	881	881
EBIT	1 384	1 259	1 254	1 289	1 190	1 272	1 266	1 283	1 325	1 363	1 363
Podatek	263	239	238	245	226	242	240	244	252	259	259
NOPLAT	**1 121**	**1 020**	**1 016**	**1 044**	**964**	**1 031**	**1 025**	**1 040**	**1 073**	**1 104**	**1 104**
CAPEX	-769	-859	-654	-1 659	-582	-1 052	-883	-593	-596	-600	-600
Kapitał obr. + inne	-198	-248	-299	-306	-304	-313	-316	-318	-317	-318	-318
FCF	**935**	**801**	**1 004**	**8**	**1 108**	**641**	**807**	**1 092**	**1 080**	**1 067**	**1 067**
PV FCF	914	731	855	6	823	444	521	657	604	555	
WACC	7,0%	7,1%	7,2%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,4%	7,5%	7,6%	7,6%
Dług netto / EV	54,6%	53,7%	51,9%	54,1%	52,4%	52,2%	51,1%	48,6%	46,4%	43,9%	43,9%
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	1,3
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	13 360
Dług netto	7 362
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	23,64

Wycena

(PLN)	**waga**	**cena**
Porównawcza	50%	18,41
DCF	50%	23,64
Cena wynikowa		21,00
Koszt kapitału 9M		7,6%
Cena docelowa za 9M		**22,60**

Agora
kupuj (bez zmian)

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

Notowania Agory spadły w ciągu 3 ostatnich miesięcy o blisko 30%. Sądzimy, że to reakcja kursu wywołana oczekiwania słabych wyników Agory za 2Q'18. Istotnie, z/w na zaraportowała spadki ilości sprzedanych biletów w sieci Helios spowodowały niższy o >57% skorygowany wynik EBITDA. Dużo mniejsza frekwencja w kinach była wywołana słabym repertuarem, bardzo dobrą pogodą w 2Q'18 w Polsce oraz rozgrywkami piłkarski na Mundialu'18. Widoczne były także spadki w Prasie przez dużo niższe obroty na reklamie. Słabe wyniki Agory to naszym zdaniem okazja do inwestycji w spółkę. W 2H'18 na wyniki pozytywny wpływ będzie mieć dobra koniunktura na rynku reklamowym. Wskazujemy także na dywersyfikację segmentową Agory rzutującą na mniej ryzykowny profil biznesowy spółki, wysoką generację gotówki oraz zapowiedź podtrzymania dywidendy pomimo ekstensywnego programu inwestycyjnego (Agora chce poświęcić do 930 mln nakładów w latach 2018-22 z środków własnych i finansowania zewnętrznego).

Cena bieżąca	10,60 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	18,40 PLN	+73,6%

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

Podstawowe dane			**AGO PW**	**vs. WIG**
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	+3,4%	+2,2%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	-24,0%	-18,4%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	493,8	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	464,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-20,6%
Free float	62,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,4	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	-	-	20,1	21,8	17,9
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,6	17,2	3,6	3,7	3,6
DPS	0,75	0,46	0,50	0,75	1,00
DYield	7,1%	4,3%	4,7%	7,1%	9,4%

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**
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

Cyfrowy Polsat zaraportował dość dobre wyniki finansowe za 2Q'18. Widoczna była poprawa w obszarze klientów indywidualnych (w tym zwłaszcza wzrost kontraktowych RGUs bez istotnie wyższych kosztów w okresie). Zarząd podtrzymał przedstawione cele na cały rok, w tym FCFE (blisko 1,5 mld PLN, co implikuje wysoki FCFE Yield = 10,3%). Podtrzymujemy pozytywne podejście. CPS jest notowany obecnie na EV/EBITDA'18 = 7,0x. 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. Zwracamy także uwagę na dobrą koniunkturę na rynku reklamy TV, co powinno wspierać wyniki finansowe telekomu.

Cena bieżąca	22,48 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	24,90 PLN	+10,8%

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

Podstawowe dane			**CPS PW**	**vs. WIG**
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	-4,5%	-5,7%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	-9,6%	-4,0%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	8,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 376,9	Średni obrót 6M	12,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	25 426,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,3	-10,5%
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	13,8	14,7	13,1	11,1	10,0
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	7,0	6,9	7,0	6,1	5,7
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 (obniżona)

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

Notowania WPL wzrosły w sierpniu'18 o blisko 16%, były lepsze od szerokiego indeksu o 15%. Obecna cena docelowa implikuje 5% potencjał wzrostowy. Stąd, podtrzymujemy pozytywne podejście jednak obniżamy zalecenie z kupuj do akumuluj. Wskazujemy tutaj na nasze oczekiwania wysokich wyników za 2Q'18. Spodziewamy się >15% wzrostu na linii EBITDA, która ma wynieść 39,8 mln PLN. Będzie to efekt poprawy koniunktury na rynku reklamy (z pominięciem barteru przychody wyniosą 122,5 mln PLN, tj. będą wyższe +19,0% r/r). Baza kosztowa bez barteru, amortyzacji i kosztów jednorazowych wyższa >20% r/r (z/w na wyższy udział e-commerce i bonusy dla pracowników). Po eliminacji zdarzeń jednorazowych, barteru i wpływu projektu TV EBITDA wyniesie 42,7 mln PLN i będzie 9,2% wyższa r/r. W dłuższej perspektywie wyniki spółki będzie wspierać rynek reklamy internetowej w dobrej kondycji: wzrost w całym 2018 r. szacuje się na 8,1% (ZenithOptimedia) oraz dalsze wysokie wzrosty biznesu e-commerce.

Cena bieżąca	57,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	60,00 PLN	+5,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**60,00 PLN**	**2018-09-03**
poprzednia	kupuj	60,00 PLN	2018-08-02

Podstawowe dane			**WPL PW**	**vs. WIG**
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	+16,3%	+15,1%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+19,9%	+25,5%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M		1,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 697,2	Średni obrót 6M		0,9 mln PLN
EV (mln PLN)	1 930,0	EV/EBITDA 12M fwd	10,4	-0,9%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,5	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	29,9	37,5	22,3	19,1	17,0
P/BV	4,2	4,0	3,7	3,4	3,2
EV/EBITDA	15,3	14,5	12,0	10,1	9,1
DPS	0,00	1,10	0,96	1,61	2,15
DYield	0,0%	1,9%	1,7%	2,8%	3,8%

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

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

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
akumuluj (podwyższona)

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

Asseco Poland zaraportowało zestaw dobrych wyników za 2Q'18. Poprawa widoczna jest zwłaszcza w spółce matce. Wygenerowała ona blisko dwukrotnie większy wynik operacyjny R/R dzięki poprawie w bankowości (dodatkowe zamówienia od Deutsche Bank, zmiany regulacyjne dot. RODO i split payment) oraz w administracji publicznej (dodatkowe zamówienia poza umową ramową z ZUS, odbicie w sektorze zdrowia). Podwyższamy założenia wyniku netto (bez dywidend od spółek zależnych) dla jednostki dominującej z 79 mln PLN do 114 mln PLN. To główny powód podniesienia prognoz wyników dla całej grupy. Obecnie szacujmy zysk netto grupy na 282 mln PLN. Przyjęcie stabilnej dywidendy R/R w 2019 r. (tj. 249,8 mln PLN) oznaczałoby wypłatę blisko 90% zysku netto. Sądzimy, że jest to mało prawdopodobne biorąc pod uwagę spadek wyników w 2019 r. (z/w na utratę kontaktu z ZUS, inflację płat informatyków oraz utratę ważnego klienta z polskiej bankowości). Asseco nie rezygnuje także z planów akwizycyjnych, chociaż Zarząd deklaruje mniejsze zainteresowanie rynkiem amerykańskim z/w na zbyt wysoki poziom wycen tamtejszych spółek. Po aktualizacji naszego modelu finansowego, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 49,00 PLN, co implikuje 7% potencjału wzrostowego. Nasze obecne zalecenie inwestycyjne to akumuluj.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	45,90 PLN	
Cena docelowa	49,00 PLN	+6,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**49,00 PLN**	**2018-09-03**
poprzednia	trzymaj	41,20 PLN	2018-06-06

Podstawowe dane			**ACP PW**	**vs. WIG**
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	-0,1%	-1,3%
ISIN	PLSOFTB00016	Zmiana YTD	+12,0%	+17,6%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M		7,6 mln PLN
MC (mln PLN)	3 809,7	Średni obrót 6M		6,7 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,1	+15,7%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	12,2	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	7 932	7 831	8 834	9 024	9 253
EBITDA	1 070	922	1 074	1 128	1 170
marża EBITDA	13,5%	11,8%	12,2%	12,5%	12,6%
EBIT	769	585	705	764	810
Zysk netto	301	467	244	233	241
P/E	12,6	8,2	15,6	16,3	15,8
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/S	0,48	0,49	0,43	0,42	0,41
DPS	3,01	3,01	3,01	2,00	2,00
DYield	6,6%	6,6%	6,6%	4,4%	4,4%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody			+0,8%	+0,5%	+0,5%
EBITDA			+6,1%	+3,7%	+2,9%
EBIT			+8,9%	+5,3%	+4,0%
Zysk netto			+15,8%	+10,2%	+7,2%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	**7 932**	**7 724**	**8 908**	**9 068**	**9 299**
zmiana	0,0%	-2,6%	13,8%	1,8%	2,5%
rynek polski	1 599	1 514	1 648	1 607	1 651
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**	**767**	**804**	**843**
Amortyzacja	300	289	372	365	362
EBITDA	**1 070**	**933**	**1 139**	**1 170**	**1 205**
marża	13,5%	12,1%	12,8%	12,9%	13,0%
Jednostki stowarzyszone	-242	169	-267	-324	-355
Podatek	-166	-163	-173	-178	-183
Zysk netto	**301**	**596**	**282**	**257**	**258**

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	25,3	22,5	20,2
Minimum	11,9	10,5	10,0
Mediana	19,1	17,4	15,9
waga	33%	33%	33%

Skrót z modeli DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Asseco Poland (matka)											
Przychody	904	837	858	877	895	912	931	949	968	988	988
EBITDA	200	141	129	133	137	140	143	145	146	147	147
NOPLAT	122	83	80	82	85	87	88	90	90	91	91
FCF	**84**	**98**	**62**	**70**	**81**	**77**	**79**	**79**	**80**	**79**	**79**
WACC	8,7%	8,7%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	
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%	0,0%	
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%	

Podsumowanie SOTP

(mln PLN)	metoda	udział	wycena
Asseco PL matka	DCF	100%	1 130
ACE	10x PE	93%	589
ABS	DCF	46%	997
ASEE	DCF	51%	858
R. zachodnioeurop.	10x PE	100%	238
Formula Systems	rynek	26%	2 031
R-Style Softlab	6x PE	100%	0
Pozostałe	10x PE	0%	207
Razem			**3 557**
Wycena 1 akcji			42,86

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	49,27
SOTP	50%	42,86
Cena wynikowa		46,06
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**49,00**

CD Projekt
sprzedaj (bez zmian)

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

Dzień przed wynikami za 2Q'18 spółka opublikowała fragment rozgrywki gry Cyberpunk 2077 (C2077) w sieci, który był wcześniej pokazywany na zamkniętych pokazach na tragach branżowych. Reakcje graczy/recenzentów na opublikowany materiał są pozytywne. Wyniki 2Q'18 były powyżej oczekiwań rynkowych na przychodach/EBITDA/zysku netto o odpowiednio 1,1%/4,7%/12,3%. Coraz dłuższy okres od premiery Wiedźmina 3 oraz dodatków negatywnie przekłada się na wyniki, które zmniejszyły się na przychodach/EBITDA o odpowiednio 40%/62% r/r w 2Q'18. W udzielonych wywiadach Zarząd zaznacza, że przed studiem jeszcze wiele pracy związanej z produkcją gry C2077. W naszych szacunkach zakładamy, że premiera C2077 będzie miała miejsce w 2019 roku, jednak biorąc pod uwagę złożoność projektu widzimy ryzyko przesuniecia premiery na 2020 rok. W 2018 roku Spółka będzie koncentrowała się również na oficjalnej premierze gry Gwint oraz wydaniu jednoosobowej kampanii do gry, co jest planowane na 4Q'18. Na wynikach za 1Q'18 Zarząd CD Projekt zapowiedział gruntowną przebudowę w grze Gwint (*Gwent: Homecoming*), która na stopniowo następować w 2018 roku. Według naszych szacunków w 2Q'18 sprzedaż wygenerowana przez Gwinta była na bardzo niskim poziomie w relacji do przychodów Grupy. Niewątpliwie najważniejszym czynnikiem wpływającym na zachowanie się kursu Spółki w kolejnych miesiącach będą kolejne informacje dotyczące gry C22077. Niemniej jednak po istotnym wzroście kursu, może się pojawić realizacja zysku.

Cena bieżąca	206,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	90,80 PLN	-55,9%

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

Podstawowe dane			**CDR PW**	**vs. WIG**
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+5,4%	+4,2%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+112,4%	+117,9%
Liczba akcji (mln)	95,2	Średni obrót 1M	40,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	19 613,9	Średni obrót 6M	45,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	19 506,4	EV/EBITDA 12M fwd	29,8	+38,5%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	21,5	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	78,3	96,2	99,2	29,8	30,6
P/BV	25,2	22,2	18,2	11,3	8,2
EV/EBITDA	63,0	78,3	78,7	23,2	23,4
DPS	0,00	1,06	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,5%	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 spadły o 14% w ciągu ostatniego miesiąca i były gorsze o >15% od szerokiego rynku. Podtrzymujemy pozytywne podejście do Spółki. Zwracamy uwagę na dobre wyniki spółki za 2Q'18, powyżej oczekiwań. Zaskoczenie w 2Q'18 wynika przede wszystkim z dużo wyższej rentowności na sprzedaży, którą Comarch zaraportował w 2Q'18 (25,9% vs. 15,0% rok wcześniej). Zysk brutto na sprzedaży był na poziomie 86,1 mln PLN vs. 35,3 mln PLN rok wcześniej. Spodziewamy się, że jest to częściowo związane z kontaktem dla Ministerstwa Sprawiedliwości. Jednak, w wynikach widoczny jest wpływ poprawy w pozostałej administracji publicznej, segmencie SME oraz segmencie handlu i usług. Liczymy, że wyniki poprawią sentyment do Comarchu we wrześniu.

Cena bieżąca	147,50 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	166,50 PLN	+12,9%

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

Podstawowe dane			**CMR PW**	**vs. WIG**
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-14,0%	-15,2%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	-21,8%	-16,2%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 199,7	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 204,9	EV/EBITDA 12M fwd	7,1	-3,1%
Free float	59,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,3	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	17,1	27,8	21,2	15,6	14,3
P/BV	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3
EV/EBITDA	6,6	12,5	8,4	7,3	7,0
DPS	0,00	1,50	1,50	10,00	10,00
DYield	0,0%	1,0%	1,0%	6,8%	6,8%

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	**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, surowce

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. Według Agencji Rozwoju Przemysłu od początku 2018 roku do V górnicze spółki wydały na inwestycje niemal 907 mln PLN (2x więcej r/r). Wydatki na nowy sprzęt rosły najszybciej (3x r/r) do kwoty 495 mln PLN. 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. Oczekujemy udanych wyników za 2Q'18. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację (kupuj) oraz cenę docelową 6,56 PLN/akcja.

Cena bieżąca	5,74 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	6,56 PLN	+14,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**6,56 PLN**	**2018-08-02**

Podstawowe dane			**FMF PW**	**vs. WIG**
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	+8,7%	+7,5%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-0,3%	+5,2%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M	1,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 299,1	Średni obrót 6M	1,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 445,4	EV/EBITDA 12M fwd	7,3	+22,5%
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	1 916	1 983
EBITDA	239	308	439	445	449
marża EBITDA	23,2%	21,1%	21,3%	23,3%	22,6%
EBIT	114	133	253	285	319
Zysk netto	94	49	183	231	266
P/E	29,8	66,2	18,0	14,3	12,4
P/BV	2,8	2,2	2,3	2,3	2,1
EV/EBITDA	11,1	11,1	7,8	7,1	6,7
DPS	0,00	0,00	0,44	0,45	0,28
DYield	0,0%	0,0%	7,7%	7,9%	4,9%

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

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Obroty Underground	792	1 002	1 308	1 400	1 455
Obroty Surface	238	489	751	516	528
Marża Underground	24,4%	27,7%	23,9%	25,8%	27,4%
Marża Surface	21,0%	4,1%	16,4%	16,6%	16,3%
Przepływy oper.	**315**	**192**	**333**	**452**	**377**
Amortyzacja	125	175	186	160	130
Kapitał obrotowy	95	-16	-69	51	-24
Przepływy inw.	**-85**	**-231**	**-93**	**122**	**-83**
CAPEX	83	132	93	-122	83
Przepływy fin.	**185**	**287**	**-367**	**-370**	**-191**
Zmiana długu	196	-88	-100	-100	-24
Dywidenda/buyback	0	0	-253	-260	-162
FCF	240	-60	232	566	282
FCF/EBITDA	101%	-19%	53%	127%	63%
CFO/EBITDA	132%	44%	76%	101%	84%

Bilans

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Aktywa	1 775	3 138	3 117	2 935	3 040
Aktywa trwałe	670	1 099	1 006	724	678
Goodwill	220	222	222	222	222
Kapitał własny	993	1 437	1 462	1 433	1 537
Udział mniejszości	0	115	39	39	39
Dług netto	-135	80	107	-197	-324
Dług netto/EBITDA (x)	-0,6	0,3	0,2	-0,4	-0,7

Analiza porównawcza

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

Model DCF

(mln PLN)	**18P**	**19P**	**20P**	**21P**	**22P**	**23P**	**24P**	**25P**	**26P**	**27P**	**+**
Przychody	2 059	1 916	1 983	2 038	2 086	2 127	2 170	2 213	2 257	2 302	2 347
zmiana (r/r)	28,0%	-6,9%	3,5%	2,8%	2,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	439	445	449	455	471	480	492	499	513	525	551
marża EBITDA	21,3%	23,3%	22,6%	22,3%	22,6%	22,6%	22,7%	22,6%	22,7%	22,8%	23,5%
Amortyzacja	186	160	130	111	111	111	112	113	119	125	141
EBIT	253	285	319	344	359	369	380	386	393	400	410
Podatek	45	52	59	64	68	70	72	73	75	76	79
NOPAT	208	233	260	280	292	299	308	313	318	324	332
CAPEX	-93	122	-83	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-138	-141
Kapitał obrotowy	-69	51	-24	-19	-17	-15	-15	-15	-16	-16	-16
FCF	232	566	282	249	261	268	275	278	287	294	316
PV FCF	224	504	232	188	182	173	163	152	144	137	
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	2 099
Dług netto	333
Inne korekty	-39
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,93

Wycena

(PLN)	**waga**	**cena**
Porównawcza	50%	5,41
DCF	50%	6,93
Cena wynikowa		6,17
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**6,56**

Grupa Kęty
trzymaj (podtrzymana)

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

Wyniki 2Q'18 okazały się sporym zaskoczeniem dla inwestorów. Mimo zamieszania na rynku aluminium (sankcje nałożone na Rusal, wzrost premii producenckiej i ceny aluminium) Grupa odnotowała wyższe r/r wyniki finansowe, które dodatkowo okazały się lepsze od szacunkowych prognoz Zarządu. Naszym zdaniem w 3Q'18 Grupa zanotuje przychody ze sprzedaży na poziomie 770 mln PLN (+8% r/r), EBITDA 136 mln PLN (+6% r/r) oraz wynik netto 79 mln PLN (+3% r/r). Oczekujemy jednak, że Grupa przy okazji wyników nie zrewiduje całorocznej prognozy rezultatów. Naszym zdaniem w 2018 roku Grupa Kęty ma potencjał do wypracowania ponad 2,9 mld PLN obrotów (prognoza Spółki 2,9 mld PLN), przy EBITDA na poziomie 460 mln PLN (prognoza Spółki 448 mln PLN) i zysku netto 261 mln PLN (prognoza Spółki 253 mln PLN). Grupa Kęty nadal notowana z dwucyfrowymi premiami do innych podmiotów zajmujących się przetwarzaniem aluminium. Dodatkowo posiada znaczącą ekspozycje na sektor budowlany w którym firmy borykają się z rosnącymi kosztami i presją na rentowność. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Kęty, a cenę docelową aktualizujemy zmianę struktury wyników w poszczególnych segmentach (do 367,45 PLN/akcja; wcześniej 355,61 PLN/akcja).

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	387,50 PLN	
Cena docelowa	367,45 PLN	-5,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**367,45 PLN**	**2018-09-03**
poprzednia	trzymaj	355,61 PLN	2018-08-02

Podstawowe dane			**KTY PW**	**vs. WIG**
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	+18,5%	+17,3%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	-3,8%	+1,8%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	4,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 681,3	Średni obrót 6M	1,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 398,1	EV/EBITDA 12M fwd	9,3	-0,7%
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	2 910	3 043	3 195
EBITDA	394	421	460	494	512
marża EBITDA	17,4%	15,9%	15,8%	16,2%	16,0%
EBIT	282	301	333	363	369
Zysk netto	278	236	261	276	280
P/E	13,2	15,6	14,1	13,4	13,1
P/BV	2,6	2,7	2,6	2,5	2,4
EV/EBITDA	10,3	10,1	9,6	9,0	8,7
DPS	17,95	30,00	23,94	21,90	23,11
DYield	4,6%	7,7%	6,2%	5,7%	6,0%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA	-1,6%	+3,1%	+4,6%
Zysk netto	-4,7%	+1,8%	+1,0%
Aluminium (USD/t)	-7,1%	0,0%	0,0%
Premia producencka (USD/t)	+10,7%	0,0%	0,0%
EBITDA SOG	-3,0%	-22,0%	-19,8%
EBITDA SWW	+22,1%	+27,0%	+27,2%
EBITDA SSA	-1,5%	+0,0%	+5,8%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA SOG	104	113	119	119	129
EBITDA SWW	139	150	177	193	197
EBITDA SSA	160	172	179	198	202
EBITDA pozostałe	-10	-13	-16	-16	-17
EBITDA/użyte aluminium	5	5	5	5	5
Przepływy oper.	**315**	**276**	**323**	**396**	**397**
Amortyzacja	112	120	127	131	143
Kapitał obrotowy	-51	-91	-59	-29	-44
Przepływy inw.	**-270**	**-187**	**-200**	**-200**	**-150**
CAPEX	270	187	200	200	150
Przepływy fin.	**-43**	**-85**	**-169**	**-191**	**-243**
Dywidenda/buyback	-170	-285	-229	-209	-221
FCF	84	86	149	200	252
FCF/EBITDA	21%	20%	32%	41%	49%
CFO/EBITDA	80%	66%	70%	80%	78%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	2 323	2 499	2 648	2 768	2 847
Aktywa trwałe	1 396	1 439	1 530	1 603	1 616
Kapitał własny	1 405	1 363	1 396	1 462	1 522
Udział mniejszości	0	1	1	1	1
Dług netto	397	591	716	751	748
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	1,4	1,6	1,5	1,5
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	4,6	3,7	3,5	3,7	3,3	2,5
Maksimum	29,5	23,8	20,4	12,7	11,2	10,5
Mediana	12,2	10,0	9,6	7,8	7,4	6,8
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Aluminium (USD/t)	2 138	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100
Prem. prod. (USD/t)	166	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
Użyte alum. (tys. t)	92	100	105	109	112	114	116	117	118	118	118
Przychody	2 910	3 043	3 195	3 303	3 384	3 434	3 494	3 524	3 536	3 536	3 536
EBITDA	460	494	512	520	527	531	539	540	539	537	536
marża EBITDA	15,8%	16,2%	16,0%	15,7%	15,6%	15,5%	15,4%	15,3%	15,3%	15,2%	15,2%
EBIT	333	363	369	383	392	403	412	411	407	404	403
Podatek	52	65	66	69	70	73	75	75	74	74	74
CAPEX	-200	-200	-150	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-132	-132
Kapitał obrotowy	-59	-29	-44	-34	-25	-15	-18	-13	-8	-4	-4
FCF	149	200	252	298	309	318	319	323	324	326	325
PV FCF	146	182	213	233	224	213	198	185	171	159	
WACC	7,9%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 924
Dług netto	819
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	388,52

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	302,76
DCF	50%	388,52
Cena wynikowa		345,64
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**367,45**

JSW
kupuj (podtrzymana)

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

JSW pozostaje beneficjentem utrzymującej się bardzo dobrej koniunktury w przemyśle światowym. Obecnie obłożenie mocy produkcyjnych w światowym hutnictwie stali wzrosło do 78% (vs. 70% na początku roku), a wolumeny importu węgla koksowego do Chin odbiły od IV'18. Wskaźnik wyprzedzający PMI dla przemysłu stalowego w Chinach wyraźnie wzrósł powyżej 50% (również dla bieżącej produkcji i nowych zamówień), a zapasy wyrobów stalowych wyraźnie spadają i utrzymują się blisko pięcioletnich minimów. Dodatkowo ostatnie informacje o kontrolach środowiskowych w koksowniach w Chinach wpłynęły na wzrosty cen koksu i wzrost różnicy między ceną koksu, a węglem koksowym (pozytywnie dla segmentu koksowego JSW). Naszym zdaniem przy spadającym dyskoncie w sprzedaży węgla do indeksów światowych Grupa JSW może przedstawić wyraźny wzrost skorygowanej o zdarzenia jednorazowe EBITDA w 3Q'18 oraz 4Q'18 (odpowiednio 50% i 34% r/r). Dodatkowo Grupa naszym zdaniem w 2019 roku może wypłacić około 5 PLN dywidendy na akcję, co implikowałoby DYield na poziomie ponad 6%. Wyniki 2Q'18 okazały się lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu. Rynek pozytywnie ocenił zapowiedzi wzrostu wydobycia w 2019 roku oraz utrzymanie prognozy wydobycia na poziomie 15,4 mln ton w 2018 rok. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy JSW, a cenę docelową korygujemy o prognozy na 2Q'18 oraz aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej do 98,00 (wcześniej 108,69 PLN/akcja).

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	77,00 PLN	
Cena docelowa	98,00 PLN	+27,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**98,00 PLN**	**2018-09-03**
poprzednia	kupuj	108,69 PLN	2018-08-02

Podstawowe dane			**JSW PW**	**vs. WIG**
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	-1,0%	-2,2%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-20,0%	-14,5%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	11,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 040,7	Średni obrót 6M	17,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 807,6	EV/EBITDA 12M fwd	2,5	-31,5%
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	3,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	6 731	8 877	9 868	9 355	9 011
EBITDA skor.	1 055	3 509	3 516	2 789	2 264
marża EBITDA	15,7%	39,5%	35,6%	29,8%	25,1%
EBIT skor.	216	2 684	2 693	1 853	1 171
Zysk netto skor.	-2	2 189	2 156	1 485	936
P/E skor.	-	4,1	4,2	6,1	9,7
P/BV	2,3	1,4	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA skor.	9,1	2,2	2,2	2,7	3,5
DPS	0,00	0,00	0,00	4,99	6,32
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	6,5%	8,2%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA (skor.)	+0,2%	-3,5%	-5,8%
Zysk netto (skor.)	-0,9%	-6,7%	-12,8%
Węgiel koksowy (USD/t)	-0,3%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)	+1,5%	+8,0%	+2,9%
Koks (USD/t)	+4,6%	0,0%	0,0%
Prod. węgla (tys. t)	-0,0%	0,0%	0,0%
Prod. w. koks. (tys. t)	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Prod. koksu (tys. t)	+1,5%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Prod. węgla (tys. t)	16 835	14 768	15 414	15 750	16 000
Prod. w. koks. (tys. t)	11 580	10 675	11 332	11 736	12 083
Udział węgla koks. (%)	69%	72%	74%	75%	76%
Prod. w. ener. (tys. t)	5 255	4 093	4 082	4 014	3 917
Prod. koksu (tys. t)	4 145	3 458	3 550	3 700	3 700
Przepływy oper.	**897**	**2 871**	**2 801**	**2 305**	**1 914**
Amortyzacja	839	825	823	936	1 093
Kapitał obrotowy	-349	-76	5	-115	-81
Przepływy inw.	**-354**	**-2 170**	**-1 500**	**-1 350**	**-1 550**
CAPEX	372	737	1 500	1 350	1 550
Przepływy fin.	**278**	**-701**	**-27**	**-600**	**-752**
Dywidenda/buyback	0	0	0	-585	-742
FCF	289	2 129	1 562	975	412
FCF/EBITDA skor.	27%	61%	44%	35%	18%
CFO/EBITDA skor.	85%	82%	80%	83%	85%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	11 520	12 090	12 849	13 619	13 725
Aktywa trwałe	9 097	8 118	8 804	9 236	9 738
Kapitał własny	4 003	6 389	8 341	9 240	9 433
Udział mniejszości	67	232	232	232	232
Dług netto	513	-1 641	-1 466	-1 820	-1 432
Dług netto/EBITDA skor.	0,5	-0,5	-0,4	-0,7	-0,6
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	4,7	5,3	5,5	2,7	2,4	2,3
Maksimum	29,4	24,5	32,9	7,9	8,2	8,9
Mediana	8,5	8,5	9,0	4,4	4,5	4,4
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)	240	257	232	232	232	232	232	232	232	232	232
Koks (USD/t)	1 084	1 016	923	923	923	923	923	923	923	923	923
Przychody	9 868	9 355	9 011	9 213	9 408	9 602	9 789	9 903	9 990	10 075	10 076
EBITDA	3 264	2 789	2 264	2 275	2 288	2 305	2 332	2 315	2 264	2 209	2 142
marża EBITDA	33,1%	29,8%	25,1%	24,7%	24,3%	24,0%	23,8%	23,4%	22,7%	21,9%	21,3%
EBIT	2 441	1 853	1 171	1 025	883	899	922	903	849	791	720
Podatek	459	349	221	192	165	168	172	169	158	147	134
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	5	-115	-81	7	6	26	26	10	5	4	-4
FCF	1 562	975	412	619	709	743	766	736	690	646	582
PV FCF	1 510	868	338	469	494	478	454	402	347	300	
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	5 660
Dług netto	-1 641
Inne korekty	232
Wycena DCF na akcję (PLN)	87,25

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	97,12
DCF	50%	87,25
Cena wynikowa		92,18
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**98,00**

Kernel
kupuj (bez zmian)

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

Wzrost zasiewów słonecznika (+3% r/r) oraz bardziej sprzyjająca pogoda (obecne opady deszczu) naszym zdaniem przełożą się na wzrost zbiorów o prawie 12% r/r do rekordowych poziomów z sezonu 2016/17. Jednocześnie według naszych szacunków stosunek zbiorów słonecznika do zainstalowanych mocy na Ukrainie wzrośnie w sezonie 2017/18 do 76% (najwyżej od 2013/14 roku). Dodatkowo najniższe od 2008 roku zapasy oleju słonecznikowego do jego konsumpcji powinny pozytywnie przekładać się na jego ceny. Zakładamy, że sprzyjające otoczenie może pozytywnie przełożyć się na poziom realizowanych przez ukraińskie tłocznie marż (efekt +40 mln USD EBITDA na oleju). Dodatkowo wyższa intensyfikacja produkcji rolnej według nas przełoży się na wzrost własnych zbiorów o około 210 tys. ton (+8% r/r), co przy wyższych cenach zbóż (nasze ostrożne założenie +4% r/r) przełoży się na poprawę EBITDA w segmencie rolnym o około 70 mln USD (do 141 mln USD). Według naszych szacunków Grupa Kernel w sezonie 2018/19 poprawi EBITDA o ponad 90 mln USD, co również zwiększy wiarę inwestorów w strategiczny cel Zarządu 495 mln USD EBITDA w 2020/21 roku. Na bazie zaraportowanych wolumenów sprzedaży oczekujemy, że przychody w 4Q'17/18 wyniosą 854,7 mln USD (+67% r/r), EBITDA 54,9 mln USD (+49% r/r), a wynik netto 22,6 mln USD (-13,8 mln USD w 4Q'17). Dobre wolumeny sprzedaży zwiększają szansę na wysoki OCF i spadek długu netto w ostatnim kwartale. Warto zauważyć, że wyniki implikują przełamanie spadkowego trendu obserwowanego od 6-ściu kwartałów. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Grupy Kernel oraz cenę docelową 59,18 PLN/akcja.

Cena bieżąca	49,45 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	59,18 PLN	+19,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**59,18 PLN**	**2018-07-23**

Podstawowe dane			**KER PW**	**vs. WIG**
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-2,8%	-4,1%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	+4,6%	+10,2%
Liczba akcji (mln)	82,7	Średni obrót 1M	2,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 087,6	Średni obrót 6M	2,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 346,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	+27,5%
Free float	60,5%	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	2 468	3 306	4 412
EBITDA	347	319	256	348	426
marża EBITDA	17,5%	14,7%	10,4%	10,5%	9,7%
EBIT	287	265	168	251	327
Zysk netto	225	176	73	160	233
P/E	4,8	6,3	15,1	6,9	4,7
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	3,9	5,1	6,7	5,1	4,1
DPS	0,25	0,24	0,25	0,25	0,77
DYield	1,9%	1,8%	1,9%	1,9%	5,8%
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	14	18	20
EBITDA olej luzem	113	83	66	100	126
EBITDA przeładunek	37	48	39	50	73
EBITDA produkcja zbóż	146	144	72	141	157
EBITDA handel zbożami	46	23	52	24	40
Przepływy oper.	**134**	**77**	**192**	**213**	**275**
Amortyzacja	60	54	88	97	99
Kapitał obrotowy	-127	-212	-34	-120	-130
Przepływy inw.	**-61**	**-223**	**-150**	**-186**	**-95**
CAPEX	61	182	150	186	95
Przepływy fin.	**-137**	**173**	**-84**	**-31**	**-193**
Dywidenda/buyback	-20	-20	-21	-21	-64
FCF	155	-93	64	30	184
FCF/EBITDA	45%	-29%	25%	9%	43%
CFO/EBITDA	39%	24%	75%	61%	65%

Bilans

(mln USD)	15/16	16/17	17/18P	18/19P	19/20P
Aktywa	1 509	2 009	2 028	2 291	2 481
Aktywa trwałe	789	888	951	1 044	1 044
Kapitał własny	995	1 153	1 152	1 291	1 459
Udział mniejszości	2	5	5	5	5
Dług netto	276	508	606	680	643
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,6	2,4	2,0	1,5
Dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,8	4,9	4,1	3,0	4,4	3,9
Maksimum	36,4	34,4	20,3	12,7	11,3	11,1
Mediana	12,7	14,2	12,5	8,2	7,8	7,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln USD)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Marża olej (USD/t)	50	76	90	103	111	108	104	100	96	92	91
Pszenica (USD/t)	189	170	190	195	195	195	195	195	195	195	195
Kukurydza (USD/t)	180	175	185	194	194	194	194	194	195	196	197
Przychody	2 468	3 306	4 412	4 927	5 154	5 238	5 322	5 398	5 482	5 567	5 659
EBITDA	256	348	426	479	503	495	486	475	472	469	473
marża EBITDA	10,4%	10,5%	9,7%	9,7%	9,8%	9,5%	9,1%	8,8%	8,6%	8,4%	8,3%
EBIT	168	251	327	379	402	395	384	373	370	366	368
Podatek	8	12	18	21	23	23	22	21	21	47	48
CAPEX	-150	-186	-95	-74	-79	-85	-91	-97	-105	-105	-105
Kapitał obrotowy	-34	-120	-130	-70	-38	-26	-26	-25	-26	-27	-27
FCF	64	30	184	314	363	362	347	331	320	289	292
PV FCF	64	27	140	206	204	173	141	115	94	74	
WACC	15,8%	15,8%	15,9%	16,1%	16,3%	16,5%	16,6%	16,8%	16,9%	16,8%	16,9%
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	1 236
Dług netto	606
Inne korekty	5
Wycena DCF na akcję (PLN)	44,47

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	60,86
DCF	50%	44,47
Cena wynikowa		52,67
Koszt kapitału 9M		12,4%
Cena docelowa za 9M		**59,18**

KGHM
kupuj (podtrzymana)

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

W VII'18 produkcja miedzi płatnej w Grupie KGHM wyniosła 55,9 tys. ton i była o 1% r/r niższa. Jednocześnie był to pierwszy od kilku miesięcy okres, kiedy Grupa notowała wysokie dynamiki spadku produkcji miedzi w efekcie remontu Huty Miedzi Głogów I (remont zakończył 25 VI, 8 dni przed planowanym czasem). Warto zwrócić uwagę na odbicie produkcji miedzi w Sierra Gorda w VII'18 (+9% r/r) oraz wysoką produkcję miedzi z wsadów własnych w KGHM Polska Miedź (+31% r/r). Naszym zdaniem oczekiwana poprawa wolumenów produkcyjnych w kolejnych miesiącach będzie powodować, że cena akcji Grupy KGHM w dalszym ciągu zmniejszać będzie wyraźnie swoje dyskonto do notowań koszyka metali wydobywanych poprzez miedziowy koncern (indeks ważony proporcjami wydobycia metali przez KGHM). Ten ostatni cały czas implikuje wycenę miedziowej spółki na poziomie powyżej 100 PLN. Wyniki 2Q'18 były lepsze od naszych oczekiwań oraz konsensusu. Zarząd podtrzymał całoroczne poziomy wydobycia na 2018 rok. Naszym zdaniem duża ilość otwartych pozycji spekulacyjnych na COMEX (30 tys. sztuk) może po ostatnim spadku cen surowca skłaniać inwestorów do zamykania niedoważenia. To z kolei mogłoby się przełożyć na wzrost notowań metalu. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy KGHM, a cenę docelową korygujemy o wyniki 2Q'19 oraz zmiany założeń cen miedzi po ostatniej korekcie (do 104,21 PLN/akcja, wcześniej 111,08 PLN/akcja).

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	90,80 PLN	
Cena docelowa	104,21 PLN	+14,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**104,21 PLN**	**2018-09-03**
poprzednia	kupuj	111,08 PLN	2018-08-02

Podstawowe dane			**KGH PW**	**vs. WIG**
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	-1,2%	-2,4%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	-18,3%	-12,8%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	47,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	18 160,0	Średni obrót 6M	58,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	22 800,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	-23,2%
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	20 150	22 671	23 557
EBITDA skor.	4 666	5 753	5 015	5 971	6 140
marża EBITDA	24,4%	28,3%	24,9%	26,3%	26,1%
EBIT skor.	2 968	4 144	3 365	4 239	4 300
Zysk netto skor.	1 555	1 875	2 360	3 026	3 054
P/E skor.	11,7	9,7	7,7	6,0	5,9
P/BV	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA skor.	5,5	4,3	4,5	3,4	3,1
DPS	1,50	1,00	0,00	2,95	5,29
DYield	1,7%	1,1%	0,0%	3,2%	5,8%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA (skor.)	-2,8%	-1,6%	-1,8%
Zysk netto (skor.)	-3,6%	-2,5%	-2,8%
Miedź (USD/t)	-6,8%	0,0%	0,0%
Srebro (USD/oz)	-4,9%	0,0%	0,0%
Molibden (USD/t)	+5,6%	+2,4%	+2,6%
Prod. miedź (tys. ton)	-0,3%	-0,9%	-1,2%
Prod. srebro (ton)	-4,7%	-0,0%	-0,0%
Prod. molibden (mln lb)	+5,8%	+2,0%	+2,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	376	359	380	405	405
Cu KGHM Int (tys. ton)	90	81	83	83	93
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	52	53	54	61	67
Srebro Grupa (ton)	1 207	1 234	1 058	1 301	1 297
Złoto Grupa (tys. troz)	229	219	180	179	186
Przepływy oper.	**4 212**	**3 054**	**4 802**	**6 125**	**4 999**
Amortyzacja	1 698	1 609	1 650	1 732	1 840
Kapitał obrotowy	386	-1 270	706	1 282	19
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**	**-676**	**-1 145**
Dywidenda/buyback	-300	-200	0	-590	-1 059
FCF	186	776	2 064	3 306	2 215
FCF/EBITDA	5%	25%	41%	55%	36%
CFO/EBITDA	2%	1%	0%	3%	6%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	33 442	34 122	36 430	39 491	41 706
Aktywa trwałe	27 202	26 515	27 560	28 605	29 505
Kapitał własny	15 772	17 694	20 054	22 489	24 484
Udział mniejszości	139	91	91	91	91
Dług netto	7 238	6 570	4 549	1 876	763
Dług netto/EBITDA (x)	2,1	2,2	0,9	0,3	0,1
Dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,4	0,2	0,1	0,0

Analiza porównawcza

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

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Miedź (USD/t)	6 644	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000
Srebro (USD/oz)	16,1	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
Molibden (USD/t)	22 713	21 500	19 500	18 500	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000
Przychody	20 150	22 671	23 557	23 385	23 287	23 552	23 578	23 081	21 406	21 307	21 502
EBITDA	5 015	5 971	6 140	5 079	4 753	4 921	4 855	4 479	4 205	3 993	4 081
marża EBITDA	16,7%	18,7%	18,3%	13,5%	12,0%	12,4%	12,0%	10,5%	10,0%	9,1%	9,7%
EBIT	3 365	4 239	4 300	3 152	2 801	2 909	2 824	2 425	2 133	1 949	2 088
Podatek	962	1 171	1 204	967	899	917	899	820	764	730	756
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	706	1 282	19	-4	-2	6	1	-11	-35	-2	4
FCF	2 064	3 306	2 215	1 888	2 176	2 299	2 213	1 869	1 590	1 447	1 515
PV FCF	2 015	2 983	1 839	1 451	1 539	1 488	1 320	1 028	806	676	
WACC	7,5%	8,0%	8,3%	8,2%	8,3%	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	15 144
Dług netto	6 570
Inne korekty	364
Wycena DCF na akcję (PLN)	86,30

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	109,75
DCF	50%	86,30
Cena wynikowa		98,03
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**104,21**

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 naszym zdaniem w całym sezonie 2017/2018 Stelmetowi trudno będzie r/r zwiększyć sprzedaż architektury ogrodowej. Dodatkowo przy okazji wyników za 2Q'18 Zarząd poinformował, że w bieżącym sezonie przez nieefektywną logistykę nie udało się dostarczyć produktów do klientów z Wielkiej Brytanii na czas. W efekcie dokonano zmiany w Zarządzie brytyjskiego podmiotu. W 3Q'18 zakładamy, że Stelmet osiągnie sprzedaż na poziomie 119 mln PLN (+4,7% r/r) oraz EBITDA 8,9 mln PLN (-7,3% r/r). Podtrzymujemy naszą rekomendację (kupuj), a cenę docelową korygujemy o aktualizację prognoz po ostatnich wynikach i wycenę porównawczą (do 20,45 PLN/akcja; wcześniej 20,24 PLN/akcja).

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	11,35 PLN	
Cena docelowa	20,45 PLN	+80,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**20,45 PLN**	**2018-09-03**
poprzednia	kupuj	20,24 PLN	2018-07-04

Podstawowe dane			**STL PW**	**vs. WIG**
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	-5,8%	-7,0%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	-21,2%	-15,6%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	333,3	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	499,7	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	553	638	688
EBITDA	82	58	67	88	100
marża EBITDA	14,5%	10,7%	12,1%	13,8%	14,5%
EBIT	62	21	25	47	58
Zysk netto	68	19	15	45	56
P/E	4,6	17,2	21,6	7,4	6,0
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	6,4	8,9	7,5	5,1	4,1
DPS	0,29	0,00	0,00	0,26	0,92
DYield	2,6%	0,0%	0,0%	2,3%	8,1%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA	+7,4%	-2,6%	-2,4%
Zysk netto	-28,7%	-4,2%	-3,5%
DAO (PLN/m3)	-3,2%	-3,0%	-2,9%
DAO vol (tys. m3)	+1,9%	+1,6%	+1,5%
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	22	24	24
Sprzedaż DAO (UK)	210	158	135	151	161
Sprzedaż DAO (FR)	118	120	112	118	124
Sprzedaż DAO (DE)	94	101	117	127	135
Sprzedaż Pellet	57	68	88	94	97
Przepływy oper.	**114**	**39**	**58**	**74**	**91**
Amortyzacja	21	37	42	41	41
Kapitał obrotowy	40	-2	-2	-15	-9
Przepływy inw.	**-186**	**-62**	**-39**	**-16**	**-18**
CAPEX	185	62	39	16	18
Przepływy fin.	**62**	**76**	**-4**	**-11**	**-30**
Dywidenda/buyback	-8	0	0	-8	-27
FCF	-66	-11	21	58	74
FCF/EBITDA	-80%	-18%	31%	66%	74%
CFO/EBITDA	138%	68%	87%	84%	92%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	751	821	839	892	930
Aktywa trwałe	534	554	552	527	504
Kapitał własny	390	454	469	506	535
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	214	182	166	120	76
Dług netto/EBITDA (x)	2,6	3,2	2,5	1,4	0,8
Dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	6,9	8,3	8,1	3,6	3,6	2,9
Maksimum	51,2	48,1	44,3	18,3	18,2	17,3
Mediana	14,7	13,1	11,2	7,2	6,8	6,0
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
DAO (PLN/m3)	1 807	1 831	1 850	1 870	1 892	1 911	1 928	1 945	1 962	1 978	1 995
DAO vol (tys. m3)	240	279	299	319	339	359	364	370	370	370	370
Drewno (PLN/m3)	255	259	264	269	274	280	285	291	297	303	309
Przychody	553	638	688	740	793	847	866	886	895	903	912
EBITDA	67	88	100	112	124	136	135	134	128	122	115
marża EBITDA	12,1%	13,8%	14,5%	15,2%	15,7%	16,1%	15,6%	15,1%	14,3%	13,5%	12,6%
EBIT	25	47	58	69	81	93	90	88	82	75	68
Podatek	4,1	-1,3	-0,8	0,7	2,5	4,0	3,0	1,9	-1,9	13,8	12,5
CAPEX	-39	-16	-18	-27	-30	-32	-35	-38	-41	-46	-46
Kapitał obrotowy	-2,5	-15,1	-9,0	-9,2	-9,5	-9,5	-3,5	-3,6	-1,5	-1,5	-1,6
FCF	21	58	74	75	82	90	94	90	87	62	56
PV FCF	21	54	63	59	59	60	57	51	45	29	25
WACC	7,1%	7,7%	7,9%	8,1%	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	498
Dług netto	182
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	24,88

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	13,60
DCF	50%	24,88
Cena wynikowa		19,24
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**20,45**

Budownictwo

Budimex

trzymaj (bez zmian)

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

Publikacja sprawozdania finansowego pod koniec sierpnia rzuciła nieco więcej światła na wyniki finansowe Budimeksu, które w okrojonej formie poznaliśmy już 26 lipca. Niepokojącym zjawiskiem w bilansie Budimeksu jest istotny wzrost salda należności i zobowiązań z tytułu wyceny kontraktów budowlanych. Od początku roku wzrost ten wyniósł 770 mln PLN (uwzględniając zmianę poziomu rezerw na straty na kontraktach). Na koniec czerwca kwoty należne z tytułu wyceny kontraktów o 227 mln PLN przewyższały zobowiązania i rezerwy na straty, podczas gdy rok wcześniej należności były niższe o 361 mln PLN, a 2 lata temu o 851 mln PLN niższe. W naszej ocenie, obecna struktura bilansu nie zapowiada szybkiej poprawy rentowności Budimeksu. Rynkowe doświadczenia pokazują, że gwałtowny wzrost należności z tytułu wyceny kontraktów może zapowiadać pogorszenie rentowności. Obecnie nie widzimy przekonywujących argumentów do odbicia kursu Budimeksu po tegorocznych spadkach. Nasza wycena akcji spółki opiera się na dość konserwatywnych założeniach (rentowność w długim terminie o około 40% niższa od średniej za ostatnie 12 lat), niemniej wyniki najbliższych kwartałów mogą okazać się dla rynku rozczarowujące, a otoczenie rynkowe również nie zaoferuje wielu powodów do optymizmu. Nie zmieniamy rekomendacji trzymaj.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	114,00 PLN	
Cena docelowa	125,00 PLN	+9,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**trzymaj**	**125,00 PLN**	**2018-08-02**

Podstawowe dane			**BDX PW**	**vs. WIG**
Ticker	BDX PW	Zmiana 1M	-2,6%	-3,8%
ISIN	PLBUDMX00013	Zmiana YTD	-41,4%	-35,8%
Liczba akcji (mln)	25,5	Średni obrót 1M	1,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 910,4	Średni obrót 6M	1,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 501,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-45,6%
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	7 331	7 607	7 489
EBITDA	531	626	370	332	345
marża EBITDA	9,5%	9,8%	5,1%	4,4%	4,6%
EBIT	505	588	323	287	302
Zysk netto	410	464	246	218	230
P/E	7,1	6,3	11,8	13,3	12,7
P/BV	3,6	3,3	4,3	4,4	4,2
EV/EBITDA	0,5	1,0	4,1	5,1	5,5
DPS	8,14	14,99	17,61	9,17	8,13
DYield	7,1%	13,1%	15,4%	8,0%	7,1%
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.
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**	**7 331**	**7 607**	**7 489**
budownictwo	5 060	5 717	6 625	6 847	6 799
deweloperka	350	499	553	602	527
pozostałe	163	154	153	158	163
MBNS	**13,5%**	**12,7%**	**7,8%**	**7,2%**	**7,5%**
budownictwo	12,8%	12,0%	6,6%	6,0%	6,5%
deweloperka	23,4%	20,5%	20,0%	20,0%	20,0%
pozostałe	12,7%	13,8%	12,8%	11,0%	11,0%
Gotówka	2 715	2 127	1 293	1 111	914
Dług netto	-2 634	-2 291	-1 410	-1 228	-1 031
Dług netto / EBITDA	**-5,0**	**-3,7**	**-3,8**	**-3,7**	**-3,0**
WC netto	-2 597	-2 311	-1 641	-1 469	-1 248
WC netto / przychody	**-46,6%**	**-36,3%**	**-22,4%**	**-19,3%**	**-16,7%**
Kapitał własny	801	881	679	664	686
ROE	**58,5%**	**55,2%**	**31,6%**	**32,5%**	**34,0%**

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
CF operacyjny	**612**	**196**	**-373**	**107**	**69**
Amortyzacja	26	37	47	45	43
Kapitał obrotowy	155	-288	-673	-172	-221
CF inwestycyjny	**-49**	**-357**	**11**	**-40**	**-41**
CAPEX	-42	-31	-23	-40	-41
CF finansowy	**-223**	**-400**	**-466**	**-249**	**-224**
Dywidenda	-208	-383	-450	-234	-208

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	**19P**	**20P**	**18P**	**19P**	**20P**
Minimum	3,4	3,4	3,0	3,1	3,1	2,9
Maksimum	33,9	30,8	16,0	10,6	9,1	8,7
Mediana	11,9	9,7	8,4	5,8	5,0	4,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	**18P**	**19P**	**20P**	**21P**	**22P**	**23P**	**24P**	**25P**	**26P**	**27P**	**+**
Przychody	7 331	7 607	7 489	7 540	7 216	6 910	6 621	6 753	6 888	7 026	7 167
EBITDA	370	332	345	346	317	290	263	268	272	277	281
marża EBITDA	5,1%	4,4%	4,6%	4,6%	4,4%	4,2%	4,0%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%
Amortyzacja	47	45	43	43	43	43	43	43	43	43	43
EBIT	323	287	302	303	274	247	220	225	229	234	239
Podatek	61	55	57	58	52	47	42	43	44	44	45
NOPLAT	**262**	**233**	**244**	**245**	**222**	**200**	**178**	**182**	**186**	**189**	**193**
Zysk z JV (fbSerwis)	-1	1	3	6	7	7	8	8	8	8	9
CAPEX	-23	-40	-41	-43	-43	-43	-43	-43	-43	-43	-43
Kapitał obrotowy	-673	-172	-221	-235	-145	-131	-100	0	0	0	0
FCF	**-389**	**67**	**28**	**16**	**84**	**77**	**87**	**190**	**194**	**198**	**202**
PV FCF	-376	59	23	12	59	49	51	104	98	92	
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)	1 418
Dług netto	-1 841
Inne korekty	-501
Wycena DCF na akcję (PLN)	108,00

Wycena

(PLN)	**waga**	**cena**
Porównawcza	33%	105,00
DYield-porównawcza	17%	173,00
DCF	50%	108,00
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		**125,00**

Elektrobudowa
trzymaj (bez zmian)

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

Ostatnie miesiące są gorącym okresem w Elektrobudowie. Pod koniec kwietnia w spółce miała miejsce zmiana na stanowisku dyrektora finansowego. Miesiąc później zarząd zrewidował w dół prognozę na 2018 r., co stanowiło dla rynku duże zaskoczenie i było przyczyną załamania kursu akcji. W sierpniu natomiast doszło do odwołania dotychczasowego Prezesa Zarządu i powołania na to stanowisko dobrze znanego na rynku kapitałowym Pana Romana Przybyła, który w latach 2012-2015 kierował giełdową Trakcją. Przed nowym zarządem stoi trudne zadanie odbudowy portfela zamówień i obrony marż w środowisku rosnących kosztów. Obawiamy się, że najbliższe kwartały nie przyniosą pozytywnych zaskoczeń dla inwestorów. Wymiana zarządu zwykle stanowi dogodny moment do gruntownej rewizji realizowanych kontraktów, co, jak pokazuje rynkowa rzeczywistość, często skutkuje zawiązaniem dodatkowych rezerw. W obecnym otoczeniu rynkowym powyższy obrót spraw nie musi stanowić zaskoczenia dla rynku, niemniej może skutecznie powtrzymać kurs Elektrobudowy przed wzrostem, pomimo niskiego kursu spółki. Przed bardziej pozytywnym spojrzeniem na spółkę powstrzymuje nas również brak informacji o znaczących nowych kontraktach. Powyższy stan rzeczy utrzymuje się już od kilku kwartałów i może skutkować spadkiem portfela zamówień Elektrobudowy do najniższego poziomu od 2011 r. Nie zmieniamy rekomendacji trzymaj.

Cena bieżąca	50,40 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	71,00 PLN	+40,9%

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

Podstawowe dane			**ELB PW**	**vs. WIG**
Ticker	ELB PW	Zmiana 1M	-1,2%	-2,4%
ISIN	PLELTBD00017	Zmiana YTD	-30,2%	-24,7%
Liczba akcji (mln)	4,7	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	239,3	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	147,9	EV/EBITDA 12M fwd	2,9	-50,4%
Free float	34,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9	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	4,3	4,1	10,1	9,9	9,7
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	1,8	1,5	3,4	3,4	3,3
DPS	4,00	10,00	10,50	5,00	5,00
DYield	7,9%	19,8%	20,8%	9,9%	9,9%
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 (podtrzymana)

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

Informacja o stracie finansowej za 1H'18 w wysokości 30 mln PLN stanowiła bolesną weryfikację naszych dotychczasowych prognoz dla Erbudu. Nasza teza, zakładająca, że szybciej rotujący portfel zamówień Erbudu uchroni Spółkę przed załamaniem marż, okazała się błędna, a kurs akcji znalazł się na historycznym minimum. Skala zaraportowanych strat naturalnie rodzi pytania o płynność finansową Spółki. W naszej ocenie posiadane rezerwy gotówkowe pozwolą Spółce normalnie funkcjonować pomimo prawdopodobnego złamania kowenantów kredytowych. Spodziewamy się, że Spółka będzie w stanie porozumieć się z instytucjami finansowymi ws. udostępnienia linii kredytowych oraz gwarancyjnych bez uszczerbku dla bieżącej działalności. W ostatnich miesiącach dostrzegamy wręcz wzrost aktywności Erbudu na rynku nowych przetargów. W samym sierpniu Spółka poinformowała o siedmiu nowych kontraktach o łącznej wartości niemal 460 mln PLN. Od początku roku Erbud zaraportował 24 kontrakty o łącznej wartości 1,34 mld PLN (+49% r/r). Pomimo zapowiedzi Zarządu, że wzrost wartości portfela zamówień nie jest priorytetem, wiele wskazuje na to, że backlog Spółki wzrośnie w drugiej połowie roku do rekordowego poziomu w historii. Szacujemy, że bieżący kurs akcji Erbudu dyskontuje zbyt konserwatywny scenariusz spadku marży EBIT do ok. 1,3% w długim terminie vs. 15-letnia średnia: ok. 3,0%. Uważamy, że długoterminowy potencjał Spółki jest wyższy. Ponadto sądzimy, że zaraportowane w 2Q'18 straty były związane z zakończonymi kontraktami Spółki i kolejne kwartały przyniosą poprawę wyników. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, jednocześnie obniżając nasze prognozy oraz cenę docelową do 14,40 PLN (-36%).

Cena bieżąca	9,60 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	14,40 PLN	+50,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**14,40 PLN**	**2018-09-03**
poprzednia	kupuj	22,00 PLN	2018-06-06

Podstawowe dane			**ERB PW**	**vs. WIG**
Ticker	ERB PW	Zmiana 1M	-33,3%	-34,5%
ISIN	PLERBUD00012	Zmiana YTD	-49,9%	-44,3%
Liczba akcji (mln)	12,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	123,0	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	173,5	EV/EBITDA 12M fwd	2,4	-55,3%
Free float	15,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 789,8	1 805,5	2 058,4	2 106,8	2 087,1
EBITDA	57,0	48,9	-10,5	39,4	50,7
marża EBITDA	3,2%	2,7%	-0,5%	1,9%	2,4%
EBIT	45,8	37,7	-26,6	24,4	35,3
Zysk netto	1,8	22,6	-23,3	11,8	20,1
P/E	68,7	5,5	-	10,4	6,1
P/BV	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	-	1,2	-	4,4	3,4
DPS	1,68	1,20	1,10	0,00	0,55
DYield	17,5%	12,5%	11,5%	0,0%	5,7%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody			+6,3%	+6,2%	+6,3%
MBNS			-3,1 p.p.	-1,1 p.p.	-0,7 p.p.
EBITDA			-	-25,7%	-7,8%
Zysk netto			-	-54,7%	-26,6%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	**1 790**	**1 805**	**2 058**	**2 107**	**2 087**
budownictwo ogólne	1 424	1 423	1 525	1 556	1 535
inżynieryjno-drogowy	142	157	197	200	204
energetyczny	215	225	240	252	247
Marża EBIT	**2,6%**	**2,1%**	**-1,3%**	**1,2%**	**1,7%**
budownictwo ogólne	2,6%	1,8%	-2,9%	0,2%	1,0%
inżynieryjno-drogowy	4,6%	8,8%	3,9%	4,9%	2,9%
energetyczny	1,1%	1,2%	1,4%	2,8%	3,5%
Gotówka	257	190	130	118	121
Dług netto	-153	-73	41	43	40
Dług netto / EBITDA	**-2,7**	**-1,5**	**-4,0**	**1,1**	**0,8**
WC netto	38	135	178	190	200
WC netto / przychody	**2,1%**	**7,5%**	**8,6%**	**9,0%**	**9,6%**
Kapitał własny	252	276	233	245	258
ROE	**0,7%**	**8,6%**	**-9,2%**	**4,9%**	**8,0%**

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	**75**	**-44**	**-61**	**24**	**35**
Amortyzacja	11	11	16	15	15
Kapitał obrotowy	14	-71	-58	-12	-10
CF inwestycyjny	**24**	**5**	**-25**	**-17**	**-17**
CAPEX	-4	-4	-16	-17	-17
CF finansowy	**-64**	**-28**	**26**	**-19**	**-16**
Dywidenda	-22	-15	-14	0	-7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	2,6	2,7	2,4	3,1	3,0	2,8
Maksimum	30,3	26,3	14,2	11,1	9,5	9,0
Mediana	13,0	10,6	9,8	6,0	5,4	5,0
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	2 058	2 107	2 087	2 087	2 129	2 171	2 215	2 259	2 304	2 350	2 397
EBITDA	-10	39	51	47	48	49	50	50	51	52	53
marża EBITDA	-0,5%	1,9%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Amortyzacja	16	15	15	16	16	16	17	17	17	17	18
EBIT	-27	24	35	31	32	32	33	34	34	35	36
Podatek	-5	5	8	7	7	7	7	7	8	8	8
NOPLAT	**-22**	**19**	**28**	**24**	**25**	**25**	**26**	**26**	**27**	**27**	**28**
CAPEX	-25	-17	-17	-17	-17	-17	-17	-18	-17	-18	-18
Kapitał obrotowy	-58	-12	-10	-11	-10	-4	-5	-5	-5	-5	-5
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	**-89**	**6**	**16**	**11**	**14**	**20**	**20**	**21**	**22**	**22**	**23**
PV FCF	-84	5	13	9	10	13	13	12	12	11	
WACC	7,5%	7,5%	7,6%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	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%
Wartość firmy (EV)	183
Dług netto	-73
Inne korekty	-85
Wycena DCF na akcję (PLN)	13,30

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	13,70
DCF	50%	13,30
cena wynikowa		13,50
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		**14,40**

Unibep
kupuj (bez zmian)

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

W sierpniu kurs akcji Unibepu spadł do nowych tegorocznych minimów. Słaby sentyment do spółki został wzmocniony po publikacji przez Erbud fatalnych wyników finansowych za 2Q'18. Obawy rynku są do pewnego stopnia uzasadnione. Spółki działają na podobnych rynkach i doświadczają tych samy problemów z utrzymaniem kosztów w ryzach. Uważamy jednak, że rynek nie docenia wartości deweloperskiego ramienia Unibepu, który w 1H'18 udowodnił jak istotny jest dla wyników spółki, oraz potencjału drzemiącego w segmencie domów modułowych. Rentowność działalności budowlanej Unibepu okazała się niska w 2Q (I marża: 2,4%), co biorąc pod uwagę obecne otoczenie nie jest złym wynikiem i w naszej ocenie aż nadto jest uwzględnione w kursie akcji spółki. Jesteśmy optymistami w kwestii rentowności kontraktów pozyskanych przez spółkę w tym roku. W 1H'18 Unibep zawarł umowy o wartości ok. 1,2 mld PLN, co pozwoliło spółce na utrzymanie portfela zamówień na zbliżonym poziomie r/r (2,1 mld PLN). W nowych zleceniach widać inflację cen. Szacujemy, że wynagrodzenie za generalne wykonawstwo kontraktów mieszkaniowych pozyskanych w tym roku wynosi ok. 4600 PLN/PUM vs. średnio 3500 PLN w kontaktach ubiegłorocznych. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca	5,26 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	10,10 PLN	+92,0%

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

Podstawowe dane			**UNI PW**	**vs. WIG**
Ticker	UNI PW	Zmiana 1M	-7,7%	-8,9%
ISIN	PLUNBEP00015	Zmiana YTD	-46,2%	-40,6%
Liczba akcji (mln)	35,1	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	184,5	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	188,1	EV/EBITDA 12M fwd	3,2	-53,5%
Free float	27,7%	EV/EBITDA 5Y avg	6,8	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	5,8	7,2	6,0	5,2	5,7
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,7	3,1	3,9	3,1	2,8
DPS	0,17	0,20	0,15	0,31	0,41
DYield	3,2%	3,8%	2,9%	5,8%	7,8%

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	**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 (bez zmian)

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

Od czasu odcięcia dywidendy za 2017 r. kurs Atalu znajduje się pod presją. Uważamy, że powyższe zjawisko generuje dla inwestorów okazję inwestycyjną, gdyż fundamenty Spółki są zdrowe. Przy bieżącym kursie Spółka jest wyceniona na P/E'18=6,9%, P/B=1,6x oraz DYield=14%. Powyższy poziom wskaźników jest według nas atrakcyjny, szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę, że Spółka posiada potencjał do utrzymania wyników na powyższym poziomie w najbliższych latach. Atal posiada najbardziej rozbudowany bank ziemi spośród deweloperów notowanych na GPW (ok. 5 tys. mieszkań w budowie oraz ok. 10 tys. mieszkań do wybudowania na posiadanym banku ziemi). Średni koszt zakupu gruntów, tworzących bank ziemi wyniósł ok. 700-800 PLN/PUM. W obliczu rosnących cen mieszkań i presji cenowej na rynku gruntów, posiadany bank ziemi daje Spółce duży komfort na najbliższe lata. Teoretycznie zasoby powinny pozwolić Atalowi na zwiększenie skali działalności w przyszłym roku. Obawiamy się jednak, że ze względów administracyjnych Spółka nie będzie w stanie zwiększyć oferty mieszkań. Na koniec marca Atal posiadał jeden z niższych wskaźników zadłużenia w sektorze (dług netto/kapitał własny=23%), co, przy braku pilnych potrzeb inwestycyjnych, zwiększa szanse na utrzymanie wskaźnika wypłaty dywidendy blisko 100% w najbliższych latach. Rekomendujemy kupno akcji Atalu.

Cena bieżąca	34,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	42,86 PLN	+26,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**42,86 PLN**	**2018-07-04**

Podstawowe dane			**1AT PW**	**vs. WIG**
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	+0,3%	-0,9%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	-16,9%	-11,4%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 316,3	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 543,4	EV/EBITDA 12M fwd	7,1	-12,0%
Free float	16,2%	EV/EBITDA 5Y avg	8,1	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	14,7	7,7	6,9	7,3	7,0
P/BV	1,9	1,7	1,6	1,6	1,6
EV/EBITDA	14,0	6,8	6,3	6,8	6,9
DPS	0,61	1,73	3,54	4,74	4,73
DYield	1,8%	5,1%	10,4%	13,9%	13,9%
Zmiana prognoz			**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przekazane lokale (szt.)	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. własn.	**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 sierpniu kurs akcji Capital Park spadł poniżej 5,00 PLN, do najniższego poziomu w tym roku, co w naszej ocenie nie miało związku z sytuacją fundamentalną Spółki. Spodziewamy się, że w 2Q'18 Capital Park zaraportuje bardzo dobre wyniki finansowe, po których nasza roczna prognoza ZN będzie zrealizowana w ponad 100%. Główny wpływ będą miały na to korzystne różnice kursowe, niemniej spodziewamy się również dalszej poprawy wyników operacyjnych. Odnośnie kluczowego dla Spółki projektu Art Norblin, przypominamy, że na początku kwietnia Spółka zawarła z Warbudem umowę o prace budowlane w powyższym projekcie, z założonym terminem zakończenia prac na 31 października 2020 r. Spośród istotnych wydarzeń ostatnich miesięcy zwracamy uwagę na emisję w czerwcu 3-letnich obligacji 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. Podsumowując, uważamy, że sytuacja fundamentalna Capital Park jest dobra, a wycena rynkowa na poziomie 0,5xNAV nie odzwierciedla wartości spółki. Rekomendujemy kupno akcji Capital Park.

Cena bieżąca	4,94 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	8,35 PLN	+69,0%

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

Podstawowe dane			**CPG PW**	**vs. WIG**
Ticker	CPG PW	Zmiana 1M	-8,5%	-9,7%
ISIN	PLCPPRK00037	Zmiana YTD	-14,7%	-9,1%
Liczba akcji (mln)	108,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	537,2	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 874,7	EV/EBITDA 12M fwd	16,5	-32,6%
Free float	19,1%	EV/EBITDA 5Y avg	24,5	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	17,5	-	9,8	8,2	7,9
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	13,5	-	17,2	16,5	18,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,15	0,20
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%	4,0%
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
kupuj (bez zmian)

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

Dom Development zaprezentował najsolidniejsze wyniki spośród spółek, które dotychczas publikowały dane. Spółka przekroczyła nasze prognozy finansowe i wykazała się niezwykle mocnym cash flow, zwiększając saldo gotówki netto do 184 mln PLN na koniec czerwca. Naturalnie, jedną z przyczyn silnej pozycji gotówkowej Dom Development jest niższa liczba akwizycji gruntów. Rynek ziemi jest bardzo konkurencyjny, co może utrudnić realizację planów zakupowych w tym roku. Na konferencji po wynikach Zarząd wskazywał, że trwają liczne negocjacje ws. zakupu nowych działek. Liczymy, że istotnym zakresie zostaną one sfinalizowane w drugiej połowie roku. Obecna wielkość i struktura banku ziemi zabezpiecza wyniki Spółki do 2020 r. włącznie. Potrzeby pod kątem 2021 są jednak znaczące. Choć wyniki 2Q'18 przekroczyły nasze szacunki, to 4Q jest kluczowym kwartałem dla całorocznego zysku. Uważamy, że nasza prognoza ZN'18 jest lekko optymistyczna (np. nie uwzględnia ryzyka opóźnień na kontraktach). Nasze prognozy na latach 2019-2020 wydają się realne w obecnym otoczeniu rynkowym oraz w kontekście rekordowej aktywności budowlanej Spółki (6,4 tys. mieszkań w realizacji na koniec 2Q'18). Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca	73,80 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	87,80 PLN	+19,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**87,80 PLN**	**2018-08-02**

Podstawowe dane			**DOM PW**	**vs. WIG**
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	+2,5%	+1,3%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	-5,3%	+0,3%
Liczba akcji (mln)	25,0	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 842,7	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 924,2	EV/EBITDA 12M fwd	6,9	-36,1%
Free float	24,8%	EV/EBITDA 5Y avg	10,8	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	14,6	9,6	7,7	8,1	7,1
P/BV	2,0	1,8	1,7	1,8	1,7
EV/EBITDA	10,9	7,8	6,2	6,8	6,5
DPS	3,25	5,05	7,60	9,50	9,15
DYield	4,4%	6,8%	10,3%	12,9%	12,4%

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

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przekazane lokale (szt.)	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. własn.	**-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

Po lipcowej sprzedaży biurowca Symetris II w Łodzi, w sierpniu miała miejsce kolejna transakcja - sprzedaż biurowca Sagittarius Business House we Wrocławiu za 74,5 mln EUR (2900 EUR/m^2). Cena płatna na zamknięciu transakcji (skorygowana m.in. o wartość okresów bezczynszowych i koszty prac wykończeniowych) wyniosła 68,5 mln EUR (2700 EUR/m^2). Finalizacja wrocławskiej transakcji była wprawdzie oczekiwana, niemniej ostateczna cena sprzedaży nieznacznie przewyższyła nasze założenia, co najprawdopodobniej jest następstwem komercjalizacji budynku po wyższych niż zakładaliśmy stawkach czynszów (yield na poziomie 6,175% został ustalony przy zawieraniu umowy przedwstępnej). Wyższy o 4% od naszych założeń z wyceny jest również kurs EUR/PLN, co korzystnie wpływa na ostateczny zysk na projekcie. Sprzedaż biurowca Sagittarius jest już trzecią transakcję sprzedaży biurowca w tym roku. Łącznia wartość powyższych transakcji to ponad 120 mln EUR (500 mln PLN), co w dużym stopniu zabezpiecza potrzeby inwestycyjne Spółki oraz środki na wypłatę przyszłorocznej dywidendy (70% skonsolidowanego ZN). Ponadto transakcja zwiększa szanse na wypłatę nadzwyczajnej dywidendy ze środków pozyskanych ze sprzedaży akcji EPP (potencjalnie 0,50-0,60 PLN/akcję). Łączny DPS do wypłaty w ciągu najbliższych 9M może wynieść ok. 1,1 PLN (25% kapitalizacji Spółki). Rekomendujemy kupno akcji Echo.

Cena bieżąca	4,54 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	5,63 PLN	+24,0%

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

Podstawowe dane			**ECH PW**	**vs. WIG**
Ticker	ECH PW	Zmiana 1M	+5,3%	+4,1%
ISIN	PLECHPS00019	Zmiana YTD	+12,1%	+17,7%
Liczba akcji (mln)	412,7	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 873,6	Średni obrót 6M		0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	2 910,6	EV/EBITDA 12M fwd	10,6	-31,6%
Free float	14,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	480,1	621,9	524,3	737,9	826,0
ZBNS	216,8	149,4	122,7	173,6	188,5
marża ZBNS	45,2%	24,0%	23,4%	23,5%	22,8%
EBIT bez rew.	56,4	41,3	2,5	51,1	63,6
Rewaluacja	555,2	233,5	399,3	336,1	253,1
Zysk netto	393,3	312,2	302,9	328,3	266,0
P/E	4,8	6,0	6,2	5,7	7,0
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	3,6	9,9	7,2	7,4	9,0
DPS	5,96	0,66	0,50	0,51	0,56
DYield	131,3%	14,5%	11,0%	11,3%	12,3%
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

Wyniki GTC za 2Q'18 nie przyniosły większych zaskoczeń. Odchylenie względem konsensusu na EBIT i ZN wyniosło +2-4%. Na korygowanym EBIT wynik Spółki był zgodny z naszymi szacunkami. Po półroczu Spółka realizuje naszą prognozę ZN w 47% oraz prognozę FFO w 52%. Zważywszy na akwizycję Mall of Sofia (tylko umiarkowany dodatni wpływ na wyniki w 2Q'18), której nie uwzględnialiśmy w naszych prognozach, Spółka jest na dobrej drodze, by przekroczyć nasze prognozy finansowe w 2018 r. Koniunktura w krajach CEE jest bardzo dobra, co uwiarygadnia plany inwestycyjne spółki na najbliższe lata. 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. Przypominamy, że Spółka jest w procesie poszukiwania inwestora strategicznego. Uważamy, że scenariusz zmiany właściciela w perspektywie najbliższych 2-3 kwartałów jest realny oraz uważamy, że ewentualny inwestor byłby skłonny zapłacić premię do NAV rzędu 10-15%. NAVPS na koniec czerwca wyniósł 2,00 EUR (8,63 PLN). Rekomendujemy trzymanie akcji GTC.

Cena bieżąca	8,92 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	9,60 PLN	+7,6%

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

Podstawowe dane			**GTC PW**	**vs. WIG**
Ticker	GTC PW	Zmiana 1M	-3,1%	-4,4%
ISIN	PLGTC0000037	Zmiana YTD	-5,8%	-0,2%
Liczba akcji (mln)	470,3	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 195,1	Średni obrót 6M	1,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 599,9	EV/EBITDA 12M fwd	13,9	-3,2%
Free float	21,9%	EV/EBITDA 5Y avg	14,3	dyskonto

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	6,0	6,2	10,7	9,3	8,0
P/BV	1,2	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	10,9	8,4	14,9	14,0	12,7
DPS	0,00	0,07	0,08	0,08	0,10
DYield	0,0%	3,1%	3,8%	4,1%	4,7%

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

Kurs akcji LC Corp pozostawał w sierpniu w trendzie bocznym. Spółka pozostaje wciąż jedną z najtańszych w sektorze i oferuje jedną z najwyższych stóp dywidendy w przyszłym roku (12%). W 2Q'18 spodziewamy się bardzo dobrych wyników finansowych Spółki. Szacujemy, że oczyszczony ZN'18 będzie zrealizowany po półroczu w ok. 65% a wynik raportowany w niespełna 80%. Zwracamy uwagę, że każdy z segmentów działalności LC Corp z osobna uzasadnia bieżącą wycenę Spółki. Szacujemy, że w latach 2018-2020 segment mieszkaniowy przyniesie średniorocznie ok. 120 mln PLN zysku netto. Przy mnożniku 8x, osiągnęlibyśmy wycenę segmentu mieszkaniowego zbliżoną do 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. Uważamy, że realny jest scenariusz sprzedaży części aktywów komercyjnych Spółki i wypłaty dywidendy nadzwyczajnej. Pomijając Sky Tower oraz Arkady Wrocławskie, których sprzedaż obecnie wydaje się nierealna, NAV pozostałych aktywów komercyjnych Spółki wyniósł na koniec marca 1,5 PLN/akcję. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	2,25 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	3,58 PLN	+59,1%

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

Podstawowe dane			**LCC PW**	**vs. WIG**
Ticker	LCC PW	Zmiana 1M	-5,5%	-6,7%
ISIN	PLLCCRP00017	Zmiana YTD	-10,4%	-4,8%
Liczba akcji (mln)	447,6	Średni obrót 1M	2,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 007,0	Średni obrót 6M	1,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 885,4	P/E 12M fwd	5,3	-44,6%
Free float	41,3%	P/E 5Y avg	9,6	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	8,9	12,5	5,4	5,0	5,1
P/E koryg.	8,3	6,7	5,8	5,4	5,1
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
DPS	0,18	0,07	0,24	0,29	0,31
DYield	8,0%	3,1%	10,7%	12,8%	13,9%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%
MBNS	0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT korygowany	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto korygowany	0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przekazane lokale (szt.)	1 393	1 801	2 007	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

trzymaj (podwyższona)

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

Wstępne wyniki sprzedażowe opublikowane przez Spółkę implikują spadek efektywności sprzedaży/restaurację we wszystkich dywizjach. Sprzedaż Spółki w 2Q'18 zwiększyła się o 23,6% r/r do 364,3 mln EUR (spowolnienie dynamiki r/r względem poprzednich kwartałów) oraz była poniżej naszych szacunków o 5,3%. Biorąc pod uwagę dodatkowe koszty związane z konsolidacją/restrukturyzacją przejętych biznesów oraz normalizację bazy w 2Q-3Q'18 (w 1Q'18 występował efekt niskiej bazy), oczekujemy niskiej dynamiki EBITDA r/r w 2Q'18 (według naszych szacunków +9% r/r, co jest poniżej określonego przez Zarząd celu średnioterminowego na poziomie 20% r/r). AmRest utrzymuje wysoką aktywność na rynku M&A, ogłaszając w lipcu porozumienia w sprawie przejęcia Telepizza Polska (koszt ok. 8 mln EUR), Sushi Shop (ok. 240 mln EUR), Glovo (ok. 25 mln EUR za 10% udziałów) Bacoa (ok. 3,7 mln EUR). Naszym zdaniem Spółce trudno będzie sfinansować zapowiadane akwizycje długiem (DN/EBITDA wyniósł 2,25x na koniec 1Q'18). Mając na uwadze wysoki stan zadłużenia, Zarząd Spółki powiedział na telekonferencji o możliwości emisji akcji o wartości 70-100 mln EUR. 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). Biorąc pod uwagę spadek ceny akcji spółki w ostatnim miesiącu, podwyższamy naszą rekomendację z redukuj do trzymaj. Zwracamy uwagę, że potencjalne spowolnienie dynamiki wyników r/r w 2Q'18, może negatywnie wpłynąć na zachowanie się kursu akcji w krótkim terminie.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	406,00 PLN	
Cena docelowa	426,00 PLN	+4,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**426,00 PLN**	**2018-09-03**
poprzednia	redukuj	426,00 PLN	2018-04-06

Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	-9,6%	-10,8%
ISIN	NL0000474351	Zmiana YTD	-1,0%	+4,6%
Liczba akcji (mln)	21,2	Średni obrót 1M	2,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 612,8	Średni obrót 6M	5,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 393,2	EV/EBITDA 12M fwd	11,4	+12,0%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	10,2	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	45,2	47,3	42,8	33,6	25,9
P/BV	6,6	6,6	5,7	4,9	4,7
EV/EBITDA	17,9	16,9	14,2	11,4	9,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	12,09
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%

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

Spółka opublikowała w sierpniu wyniki za 2Q'18, gdzie oczyszczona EBITDA była poniżej oczekiwań rynkowych (-14,3%). CCC poprawiło marżę brutto na sprzedaży r/r w segmencie stacjonarnym oraz e-commerce (łącznie Grupa poprawiła sprzedaży o 1,6p.p. r/r do 53,8%)i utrzymało dobrą kosztową (spadek kosztów sklepów/mkw. o 6% w sklepach CCC stacjonarnych). Negatywnie na rezultaty wpłynęła niska sprzedaż/mkw. r/r w 2Q'18 (efekt wysokiej bazy) oraz konsolidacja wyników Voegele. W 2Q'18 spółka istotnie poprawiła cykl konwersji gotówki (ccc), odnotowując spadek o 63 dni r/r (!) do 25 dni na koniec 2Q'18. Przełożyło się to na uwolnienie około 500 mln gotówki z kapitału obrotowego. Spółka zapowiada kontynuację prac nad poprawą wskaźnika ccc w dniach. Zwracamy uwagę, że Spółka nadal ma wysoką bazę sprzedażową w sierpniu'18 oraz wrześniu'18, co może wpłynąć na dynamikę sprzedaży r/r. Niemniej, naszym zdaniem Spółka ma wysoki potencjał do wygenerowania wysokiej poprawy wyniku r/r w najważniejszym pod względem sezonowości październiku, gdzie dodatkowo powinien sprzyjać efekt bazy. W dłuższym terminie Spółka ma wysoki potencjał związany z dynamicznym rozwojem eobuwie.pl, optymalizacją rentowności sklepów oraz poprawą rentowności w przejętej sieci Voegele, które to czynniki powinny zmaterializować się w 2019 roku. 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	215,60 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	295,00 PLN	+36,8%

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

Podstawowe dane			**CCC PW**	**vs. WIG**
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	+0,3%	-0,9%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-24,4%	-18,8%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	20,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 867,0	Średni obrót 6M	25,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	9 436,5	EV/EBITDA 12M fwd	12,7	-19,9%
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	27,5	31,7	28,2	16,7	12,4
P/BV	9,2	8,1	6,5	4,9	3,6
EV/EBITDA	20,6	18,8	16,0	11,2	8,6
DPS	2,19	2,47	1,40	1,87	0,00
DYield	1,0%	1,1%	0,6%	0,9%	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

Wyniki Spółki za 2Q'18 były nieznacznie powyżej naszych oczekiwań (+2%/2% odpowiednio na poziomie EBITDA/ zysku netto). Spółka zaraportowała 28,5% r/r wzrostu sprzedaży w 2Q'18, co przy wzroście powierzchni o 26% r/r implikuje wzrost wskaźnika sprzedaży/mkw. o 1,9% r/r w 2Q'18. Jest to znacznie niższe tempo niż odnotowane przez spółkę w poprzednich kwartałach (odpowiednio 10,6/9,6%/13,3%/13,1% r/r w 2Q'17/3Q'17/4Q'18/1Q'18). Oczekujemy, że niskie tempo poprawy efektywności sprzedaży będzie się utrzymywało w aż do 1Q'19. Jednocześnie spółka poprawiła marżę brutto na sprzedaży o 0,9p.p. r/r do 23,4% w 2Q'18, co mogło wynikać z poprawy warunków handlowych oraz potencjalnego wzrostu cen produktów. Dodatni wpływ rentowności sprzedaży został stłumiony przez istotny wzrost kosztów wynagrodzeń (narzut /sprzedaż wyniósł +1,1p.p. r/r do 11,1% w 2Q'18). Zgodnie z komentarzem Zarządu istotny wzrost kosztów wynagrodzeń w 2Q'18 był napędzany przez wcześniejsze zatrudnienie pracowników do obszaru logistyki. W 2Q'18 dalszej poprawie uległ również cykl konwersji gotówki (-4,7 dnia r/r do –46 dni na koniec 2Q'18), gdzie nadal widzimy wysoki potencjał (zakładamy poprawę o 1,5 dnia średniorocznie w latach 2018-21). 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. Przejściowo dynamika lfl powinna spowolnić ze względu na efekt wysokiej bazy w okresie 3Q'18-1Q'19.

Cena bieżąca	91,30 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	103,50 PLN	+13,4%

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

Podstawowe dane			**DNP PW**	**vs. WIG**
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	-7,3%	-8,5%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+15,9%	+21,4%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	18,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 951,1	Średni obrót 6M	19,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	9 495,1	EV/EBITDA 12M fwd	14,8	-7,6%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	16,0	dyskonto

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	59,2	41,9	28,0	21,0	16,8
P/BV	13,1	9,9	7,3	5,4	4,1
EV/EBITDA	33,6	24,3	17,5	13,5	10,7
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 za 2Q'18, były nieznacznie powyżej oczekiwań rynkowych. Eurocash wypracował zbliżony wynik EBTIDA co w 2Q'17 pomimo efektu bazy związanego ze Świętami Wielkanocnymi oraz negatywnego wpływu zakazu handlu w niedzielę. Dobry wynik odnotował segment hurtu, w którym EBITDA została poprawiona o 7% r/r do 113 mln PLN w 2Q'18. Pozytywnie na ewolucję wyniku wpłynęły organiczna poprawa sprzedaży oraz wzrost rentowności segmentu (pozytywny wpływ działań mających na celu optymalizację kosztów). Niższy wynik r/r odnotował segment detaliczny, gdzie negatywny wpływ miały przestoje związane z przekształcaniem sklepów sieci Eko w Delikatesy Centrum oraz Lewiatan (podobny wpływ może być widoczny w 3Q'18). Zgodnie z komentarzem Zarządu, Projekt Fresh był bliski osiągnięcia rentowności w 2Q'18 (wcześniej Zarząd zakładał osiągnięcie rentowności przez projekt w 4Q'18). Poza poprawą efektywności w segmencie hurtu, wynikom Spółki w 3-4Q'18 sprzyjać powinien efekt niskiej bazy (EBITDA zmniejszyła się o 18%/36% r/r odpowiednio w 3Q'18/4Q'18). Optymalizacja kosztowa, aktywizacja sprzedaży (modernizacja placówek sieci Eko) oraz dalszy rozwój placówek detalicznych powinny zagwarantować stabilny wzrost wyników w 2019 roku. Biorąc pod uwagę wynik EBITDA osiągnięty w 1H'18, nie widzimy ryzyka do realizacji naszej prognozy dla 2018 roku.

Cena bieżąca	20,36 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	30,70 PLN	+50,8%

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

Podstawowe dane			**EUR PW**	**vs. WIG**
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	+8,6%	+7,4%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-20,9%	-15,3%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	6,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 833,4	Średni obrót 6M	6,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 980,0	EV/EBITDA 12M fwd	7,4	-33,2%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	11,1	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	15,8	-	21,4	16,5	12,0
P/BV	2,4	2,8	2,4	2,2	2,0
EV/EBITDA	7,3	13,3	6,9	5,9	5,0
DPS	1,05	0,80	-0,12	0,48	0,62
DYield	5,2%	3,9%	-0,6%	2,3%	3,0%
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

W 2Q'18 Spółka odnotowała spowolnienie dynamiki lfl we wszystkich konceptach, na co wpływ miał przede wszystkim efekt kalendarzowy oraz wysoka baza. Sprzedaż porównywalna w sieci Biedronka wyniosła 0,6% w PLN w 2Q'18 (vs. 9,5% w 2Q'17). Pomimo spowolnienia w poprawie efektywności sprzedaży r/r, sieć Biedronka utrzymała rentowność EBITDA r/r na niezmienionym poziomie w 2Q'18. Zmiana polityki wynagrodzeń w sieci Pingo Doce od 4Q'17 wpłynęła na rentowności sieci r/r w 2Q'18. Pozytywnie należy ocenić zmniejszenie straty EBITDA r/r w segmencie nowe biznesy (-21 mln EUR w 2Q'18 vs. -24 mln EUR w 2Q'17). Poprawa sales-mix w Grupie JMT pozwoliła na wzrost marży brutto na sprzedaży o 0,6p.p. r/r w 2Q'18, co zniwelowało negatywny wpływ presji kosztowej na marżę EBITDA Grupy. Naszym zdaniem poprawa rentowności sprzedaży r/r powinna być kontynuowana w kolejnych kwartałach. Efekt wysokiej bazy oraz negatywny wpływ zakazu handlu w niedzielę może wpływać na dynamikę sprzedaży porównywalnej w sieci Biedronka w 2H'18. Pod koniec sierpnia związek zawodowy NSZZ „Solidarność" rozpoczęło spór zbiorowy z Jeronimo Martins domagając się (1) skrócenia godzin pracy w sklepach Biedronka w soboty, (2) zwiększenia zatrudnienia oraz (3) ujednolicenia zasad przyznawania premii. W 2Q'18 sieć Biedronka utrzymała rentowność EBITDA na niezmienionym poziomie r/r dzięki poprawie marży brutto na sprzedaży r/r, która zniwelowała negatywny efekt wzrostu kosztów wynagrodzeń. Poprawa rentowności sprzedaży mogła wynikać ze stopniowego podwyższania cen w sieci. W przypadku takiego scenariusza, należy oczekiwać poprawy rentowności sprzedaży w kolejnych kwartałach.

Cena bieżąca	12,91 EUR	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	15,20 EUR	+17,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**15,20 EUR**	**2018-08-02**

Podstawowe dane			**JMT PL**	**vs. WIG**
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	+1,5%	+0,3%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	-17,2%	-11,6%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	10,4 mln EUR	
MC (mln EUR)	8 121,0	Średni obrót 6M	13,6 mln EUR	
EV (mln EUR)	8 281,7	EV/EBITDA 12M fwd	8,1	-17,4%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	9,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	14 622	16 276	17 242	18 377	19 563
EBITDA	862	922	952	1 093	1 172
marża EBITDA	5,9%	5,7%	5,5%	5,9%	6,0%
EBIT	536	577	582	681	723
Zysk netto	593	386	399	479	511
P/E	13,7	21,0	20,4	16,9	15,9
P/BV	4,7	4,5	4,1	3,6	3,2
EV/EBITDA	9,4	8,9	8,7	7,5	6,7
DPS	0,28	0,69	0,31	0,32	0,38
DYield	2,2%	5,4%	2,4%	2,5%	3,0%
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	808	851	900	943
EBITDA Pingo Doce	192	187	174	175	175
EBITDA Recheio	47	50	53	59	64
EBITDA Pozostałe	-79	-85	-76	-38	-6
CCC w dniach	-70	-71	-69	-69	-69
Przepływy oper.	**843**	**909**	**870**	**1 055**	**1 129**
Amortyzacja	326	345	370	412	449
Kapitał obrotowy	180	292	60	163	170
Przepływy inw.	**-126**	**-658**	**-401**	**-764**	**-530**
CAPEX	-433	-662	-752	-764	-530
Przepływy fin.	**-504**	**-229**	**-484**	**-200**	**-240**
Dywidenda/buyback	177	435	193	200	240
FCF	515	397	111	315	624
FCF/EBITDA	60%	43%	12%	29%	53%
CFO/EBITDA	98%	99%	91%	97%	96%

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%	18,1%	17,8%	17,8%
Biedronka (s/mkw. r/r)	2,7%	9,6%	2,2%	3,3%	1,9%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	1,0%	0,5%	1,5%	0,1%	0,3%
Recheio (s/mkw. r/r)	5,0%	5,0%	0,8%	3,6%	0,2%
Dług netto	-304	-372	-53	-143	-503
Dług netto/EBITDA (x)	-0,4	-0,4	-0,1	-0,1	-0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	12,4	10,2	8,7	5,9	5,2	4,5
Maksimum	24,3	18,5	15,3	10,0	8,3	7,6
Mediana	15,6	13,3	11,5	7,3	6,4	5,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Biedronka (sklepy)	2 870	2 946	3 022	3 062	3 102	3 142	3 182	3 222	3 262	3 302	3 302
Pingo Doce (sklepy)	427	427	427	427	427	427	427	427	427	427	427
Ara (sklepy)	534	774	1 034	1 194	1 354	1 514	1 634	1 714	1 754	1 794	1 794
Przychody	17 242	18 377	19 563	20 340	20 953	21 515	22 039	22 501	22 900	23 276	23 276
EBITDA	952	1 093	1 172	1 233	1 280	1 306	1 330	1 354	1 376	1 397	1 397
marża EBITDA	5,5%	5,9%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT	582	681	723	769	804	820	838	859	875	883	883
Podatek	149	177	188	200	209	214	218	224	228	230	230
CAPEX	-752	-764	-530	-470	-466	-462	-427	-391	-501	-514	-514
Kapitał obrotowy	60	163	170	112	88	81	76	67	58	54	54
FCF	111	315	624	675	693	711	761	805	704	707	720
PV FCF	107	281	515	514	487	462	456	446	360	334	0
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	9 131
Dług netto	-372
Inne korekty	225
Wycena DCF na akcję (PLN)	14,74

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	13,96
DCF	50%	14,74
cena wynikowa		14,35
koszt kapitału 9M		6,2%
cena docelowa za 9M		**15,20**

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), przełożyło się na poprawę marży 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 i 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. W związku z czym, uważamy naszą rekomendację akumuluj za aktualną.

Cena bieżąca	9 205,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	10 200,00 PLN	+10,8%

	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	+1,6%	+0,4%
ISIN	PLLPP0000011	Zmiana YTD	+3,8%	+9,3%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	19,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 051,6	Średni obrót 6M	20,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	16 336,8	EV/EBITDA 12M fwd	13,6	-8,0%
Free float	69,5%	EV/EBITDA 5Y avg	14,8	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	96,7	38,7	25,9	21,2	18,0
P/BV	7,9	7,0	5,6	4,6	3,7
EV/EBITDA	34,5	19,2	14,1	11,7	9,7
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 (bez zmian)

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

W 1Q'18 Spółka zaraportowała nieznacznie lepszy wynik EBITDA r/r. Brak istotnej poprawy wynikał z niskiej poprawy sprzedaży r/r (+1,3% r/r w 1Q'18), na którą wpłynęły niesprzyjające warunki pogodowe. W 1Q'18 Spółka poprawiła marżę brutto na sprzedaży o 0,7p.p. r/r do 39,1%, a zwiększający się udział importu bezpośredniego w strukturze zakupów oraz znacznie niższa skala wyprzedaży r/r powinny wspierać rentowność sprzedaży w 2018. 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. W 2Q'18 oczekujemy słabych wyników Spółki (pogorszenie wyniku EBITDA r/r wynikających z braku poprawy sprzedaży/mkw. r/r w 2Q'18 oraz utrzymującej się presji kosztowej). W sierpniu TXM pozyskał 31,9 mln PLN z emisji akcji/obligacji, co zostanie w całości przeznaczone na zasilenie kapitału obrotowego. Pozyskane środki powinny pozwolić na skokową poprawę wyników Spółki od 4Q'18. W kalkulacji ceny docelowej uwzględniamy akcje serii G (4,3 mln akcji) oraz akcje serii H (10,5 mln akcji).

Cena bieżąca	1,35 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	3,48 PLN	+157,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**3,48 PLN**	**2018-07-04**

Podstawowe dane			**TXM PW**	**vs. WIG**
Ticker	TXM PW	Zmiana 1M	-12,3%	-13,5%
ISIN	PLTXM0000015	Zmiana YTD	-43,8%	-38,2%
Liczba akcji (mln)	44,9	Średni obrót 1M	0,01 mln PLN	
MC (mln PLN)	60,6	Średni obrót 6M	0,03 mln PLN	
EV (mln PLN)	105,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-5,4%
Free float	21,4%	EV/EBITDA 5Y avg	5,3	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	3,0	-	-	4,5	2,6
P/BV	0,5	1,0	1,3	1,0	0,7
EV/EBITDA	2,7	-	18,1	4,3	2,7
DPS	0,15	0,00	0,00	0,09	0,14
DYield	10,8%	0,0%	0,0%	7,0%	10,3%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż/mkw.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
SG&A/mkw.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Powierzchnia	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Polska (S)	340	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 spadły o blisko 17%. To reakcja rynku na wyniki za 2Q'18, które wypadły poniżej oczekiwań. Na wyniki wpływ miały dodatkowe koszty związane z procesami M&A. Widoczny jest jednak także wzrost kosztów operacyjnych (+10,7% R/R, +6,8% bez kosztów M&A). Duża konkurencja cenowa na rynku hiszpańskim (rynek ten działa głównie w modelu przedpłaconym) oraz zamrożenie działalności w Turcji na kilka pierwszych miesięcy 2018 r. także negatywnie wpłynęły na wyniki PBKM. Realizacja naszych założeń dot. wyników całorocznych dla PBKM jest ambitnym zadaniem. Kluczowy będzie 3Q'18, kiedy liczymy na poprawę wyników (częściowo dzięki poprawie na rynku tureckim). Z drugiej strony sentyment do PBKM powinna wspierać akwizycja Stemlabu, która odbyła się na wskaźniku ok. 25% niższym niż dla PBKM. Dzięki zakupowi portugalskiego podmiotu, PBKM realizuję wizję czołowej grupy zajmującej się bankowaniem komórek macierzystych w Europie. Powinno to przyciągać zainteresowanie globalnych inwestorów.

Cena bieżąca	61,40 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	76,26 PLN	+24,2%

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

Podstawowe dane			**BKM PW**	**vs. WIG**
Ticker	BKM PW	Zmiana 1M	-16,6%	-17,8%
ISIN	PLPBKM000012	Zmiana YTD	-11,1%	-5,6%
Liczba akcji (mln)	5,0	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	305,2	Średni obrót 6M	0,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	301,7	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	-12,3%
Free float	48,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,1	dyskonto

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	13,8	10,0	9,0	8,2	7,5
P/BV	5,5	3,9	3,1	2,5	2,2
EV/EBITDA	9,0	6,6	6,0	5,5	5,1
DPS	1,41	1,56	2,62	3,41	3,76
DYield	2,3%	2,5%	4,3%	5,6%	6,1%
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 3 września 2018 o godzinie 8:42.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 3 września 2018 o godzinie 8:42.

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, Amica, 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, Work Service, 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, LC Corp, PBKM.

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.

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

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	2018-08-23
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	51,00

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	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-09-03	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	426,00	426,00	407,00	422,00
kurs z dnia rekomendacji	406,00	449,50	425,00	403,00

Apator

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

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	akumuluj	trzymaj	redukuj	redukuj	trzymaj	redukuj
data wydania	2018-09-03	2018-06-06	2018-03-27	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03
cena docelowa (PLN)	49,00	41,20	41,20	44,00	44,80	44,80
kurs z dnia rekomendacji	45,90	44,00	45,20	45,62	44,47	47,00

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
data wydania	2018-07-04	2018-06-22	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	42,86	42,86	47,00	49,20
kurs z dnia rekomendacji	36,40	37,30	43,40	42,40

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	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-08-02	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	125,00	163,00	216,39	246,00
kurs z dnia rekomendacji	122,60	153,00	215,00	197,80

Bytom

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

BZ WBK

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-09-03	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01	2017-11-03
cena docelowa (PLN)	430,00	430,00	430,00	377,87	377,87
kurs z dnia rekomendacji	376,00	357,80	420,00	370,00	358,50

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
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
cena docelowa (PLN)	295,00	295,00	295,00	286,00	295,00	292,00	292,00	308,00
kurs z dnia rekomendacji	242,80	255,60	257,40	243,00	281,00	293,00	239,85	276,00

CD Projekt

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

CEZ

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

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-08-02	2018-07-04	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	82,52	81,14	88,64	89,71	85,40	85,87	90,13	79,54
kurs z dnia rekomendacji	56,95	53,05	60,20	55,00	57,00	55,90	61,25	65,16

Comarch

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-27	2017-11-03	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	166,50	166,50	166,50	180,00	205,00	185,00	195,00
kurs z dnia rekomendacji	145,00	131,50	155,00	177,00	178,30	163,50	178,50

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-06-15	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-31	2017-11-03
cena docelowa (PLN)	24,90	25,30	24,90	25,70	24,40
kurs z dnia rekomendacji	22,76	24,84	22,80	24,70	24,58

Dino

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-04	2018-02-02	2018-01-18
cena docelowa (PLN)	103,50	103,50	103,50	95,40	95,40
kurs z dnia rekomendacji	107,40	96,65	85,10	85,00	80,00

Dom Development

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-08-02	2018-06-22	2018-03-20	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	87,80	87,80	103,10	103,00
kurs z dnia rekomendacji	72,80	85,80	85,80	82,00

Echo

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	5,63	6,31	6,42
kurs z dnia rekomendacji	5,23	5,05	5,19

Elektrobudowa

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

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
data wydania	2018-04-27
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	1,09

Enea

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

Energa

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-09-03	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	15,27	15,58	14,91	14,71	15,20	14,97	14,81	14,49
kurs z dnia rekomendacji	8,40	9,00	9,96	10,11	12,21	12,60	12,09	13,40

Erbud

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-09-03	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2017-12-15	2017-11-03
cena docelowa (PLN)	14,40	22,00	23,10	29,60	29,40	28,70	29,80
kurs z dnia rekomendacji	9,60	14,90	19,40	21,60	21,30	20,60	24,70

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	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-08-02	2018-06-06	2018-02-02
cena docelowa (EUR)	43,00	40,00	40,00
kurs z dnia rekomendacji	37,14	34,78	40,64

Eurocash

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

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-08-02	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	6,56	6,95	7,06	7,28	7,29	7,24
kurs z dnia rekomendacji	5,20	5,94	6,04	6,10	6,20	6,18

Forte

rekomendacja	przeważaj	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-07-27	2018-04-27	2018-02-02	2018-01-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	40,60	50,70	43,00	49,10

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
data wydania	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-01	2017-11-03
cena docelowa (PLN)	1,40	1,50	1,50	1,27
kurs z dnia rekomendacji	1,17	1,45	1,83	1,61

Gino Rossi

rekomendacja	zawieszona	równoważ
data wydania	2018-05-23	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,63	1,29

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-09-03	2018-08-02	2018-05-25	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	41,13	42,13	44,40	60,99	67,13	73,42	73,64	78,52	80,77
kurs z dnia rekomendacji	38,00	42,20	42,60	51,10	56,55	72,00	74,40	71,30	79,80

GTC

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

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	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2018-08-02	2018-07-04	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01
cena docelowa (PLN)	212,00	212,00	212,00	212,00	152,39
kurs z dnia rekomendacji	190,00	178,40	198,00	220,00	203,00

Jeronimo Martins

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-08-02	2018-06-06	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03
cena docelowa (EUR)	15,20	16,40	16,40	16,90	16,90	17,10	17,10
kurs z dnia rekomendacji	12,65	13,52	14,90	15,17	17,12	16,50	15,85

JSW

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-09-03	2018-08-02	2018-07-04	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	98,00	108,69	107,00	115,23	109,12	108,14	120,71	122,30
kurs z dnia rekomendacji	77,00	79,50	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	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-07-23	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03
cena docelowa (PLN)	59,18	53,04	53,46	53,47	57,20	58,70
kurs z dnia rekomendacji	50,50	50,80	48,80	50,90	47,51	48,25

Grupa Kęty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	367,45	355,61	371,08	363,01	357,21	379,66	391,41	390,72
kurs z dnia rekomendacji	387,50	321,50	360,50	353,00	346,00	352,50	385,00	408,00

KGHM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2018-09-03	2018-08-02	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
cena docelowa (PLN)	104,21	111,08	112,92	118,98	115,43	122,81	128,62	114,71	103,08	103,08	124,12
kurs z dnia rekomendacji	90,80	96,00	96,52	92,50	88,00	102,50	111,50	113,10	100,00	114,25	117,40

Komercni Banka

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

Kruk

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	300,94	340,17
kurs z dnia rekomendacji	222,20	293,45

Kruszwica

rekomendacja	niedoważaj
data wydania	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	65,40

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	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2018-09-03	2018-08-02	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
cena docelowa (PLN)	57,21	52,51	52,51	52,81	51,73	51,08	52,67	51,53	51,53	51,61	51,61
kurs z dnia rekomendacji	69,90	65,86	54,50	55,62	54,60	56,30	57,78	58,48	61,66	66,37	59,75

LPP

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	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
cena docelowa (PLN)	10200,00	9500,00	9500,00	9500,00	9400,00	9900,00	8200,00	8400,00
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

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	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-08-02	2018-04-06	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	7,00	7,00	7,00
kurs z dnia rekomendacji	9,12	8,35	9,59

MOL

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-09-03	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02
cena docelowa (HUF)	3296,00	2995,00	2954,00	2898,00	3027,00	3152,00	3104,00	3077,00
kurs z dnia rekomendacji	2 870,00	2 654,00	2 790,00	2 864,00	2 718,00	3 080,00	3 121,00	3 000,00

Monnari

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-07-13	2018-05-23	2017-11-28	2017-09-13
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,60	7,19	8,21	8,93

Netia

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	4,30	4,30	4,60
kurs z dnia rekomendacji	5,00	5,27	5,30

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
data wydania	2018-06-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02
cena docelowa (HUF)	12090,00	12090,00	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

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
data wydania	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	76,26	76,83	76,00	71,00	71,00	66,30
kurs z dnia rekomendacji	73,00	77,00	73,00	69,60	63,00	63,00

Prime Car Management

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-08-23	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	15,54	33,00	35,30
kurs z dnia rekomendacji	7,96	12,70	23,60	28,80

Pekao

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	157,00
kurs z dnia rekomendacji	135,90

Pfleiderer Group

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

PGE

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	13,60	12,89	12,61	13,30	13,20	13,61
kurs z dnia rekomendacji	9,28	9,81	10,28	11,87	11,93	13,30

PGNiG

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-09-03	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	7,86	8,28	8,17	7,96	7,51	7,65	7,73	7,73	7,73
kurs z dnia rekomendacji	5,82	5,53	6,20	5,71	5,98	6,58	6,03	6,63	6,79

PKN Orlen

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	81,38	76,84	76,84	76,73	76,89	80,55	82,84	81,80	86,55
kurs z dnia rekomendacji	98,24	93,06	82,50	82,30	89,52	95,20	107,90	121,60	121,70

PKO BP

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

Play

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-08-30	2018-07-03	2018-04-06	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	22,60	23,50	30,93	34,70
kurs z dnia rekomendacji	21,90	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
data wydania	2018-05-09	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	16,69	18,80	20,56
kurs z dnia rekomendacji	7,80	11,05	11,95

Pozbud

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

PZU

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-08-02	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	47,50	50,58	50,58	51,83
kurs z dnia rekomendacji	42,00	41,55	44,17	45,00

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	kupuj
data wydania	2018-08-31	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	36,86	56,30
kurs z dnia rekomendacji	25,30	30,60

Stelmet

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-09-03	2018-07-04	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	20,45	20,24	26,48	27,72	28,37
kurs z dnia rekomendacji	11,35	10,70	14,75	17,15	19,20

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	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-09-03	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	2,77	2,76	2,73	2,98	3,38	3,23	3,64
kurs z dnia rekomendacji	2,00	2,01	2,38	2,69	3,08	3,10	3,75

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

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
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03
cena docelowa (PLN)	10,10	10,80	10,80	14,00
kurs z dnia rekomendacji	7,50	8,60	9,76	9,90

Vistula

rekomendacja	przeważaj	równoważ	przeważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-05-23	2018-02-02	2018-01-19	2017-12-13	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,79	5,16	4,34	4,36	3,88

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	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-09-03	2018-08-02	2018-04-24	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03
cena docelowa (PLN)	60,00	60,00	60,00	56,40	56,10	53,00	53,00
kurs z dnia rekomendacji	57,00	49,00	54,00	52,20	51,80	48,20	43,00

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