

poniedziałek, 1 października 2018 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: październik 2018

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

W perspektywie najbliższych tygodni podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji zarówno dla krajów rozwiniętych, jak i rozwijających się.

Ze spółek

Finanse

Pozostajemy pozytywni na sektor bankowy w CEE chociaż indeks MSCI EME Banks spadł. Uważamy, że rekordowe wyniki spółek finansowych są jeszcze przed nami w tym roku, co powinno wspierać sentyment biorąc pod uwagę atrakcyjne wyceny. Największy potencjał wzrostu widzimy w walorach Aliora i Pekao w Polsce, a w regionie w Komerční Banka i OTP Banku.

Chemia

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

Paliwa

Marże rafinerijne po dobrym sierpniu znalazły się pod ogromną presją, do spadków wróciły też benchmarki petrochemiczne, stąd utrzymujący się pozytywny sentyment wokół PKN i LTS jest dla nas zaskoczeniem. Podtrzymujemy, że najciekawsze w sektorze są akcje PGN i MOL.

Energetyka

Sentyment do sektora pozostaje fatalny po zapowiedziach ministra dotyczących taryf dla gospodarstw domowych. Do czasu wyjaśnienia się tej kwestii pod większą presją mogą być akcje ENG i TPE. Największymi beneficjentami rekordowych cen energii, węgla i CO₂ są z kolei PGE i Enea.

Telekomunikacja, media, IT

W październiku spodziewamy się wzrostu kursów spółek IT, zwłaszcza w przypadku ACP, ATD, ASE i CMR. Naszym faworytem w mediach jest AGO (poprawa w kinach, możliwe dalsze cięcia kosztów Prasa). W telekomunikacji wybieramy OPL – liczymy na stabilne r/r wyniki, co poprawi sentyment.

Przemysł, surowce

Jak dotychczas 77% spółek przemysłowych poprawiło zeszłoroczne rezultaty i tyle samo podało wyniki, które były lepsze od naszych prognoz. Nie przekłada się to jednak na wzrosty cen akcji z uwagi na obserwowane odpływy z funduszy inwestycyjnych. Według nas dobrych wyników w 2Q'18 należy oczekiwać jeszcze w Kernelu. Obecnie najbardziej przekonani jesteśmy do inwestycji w akcje Amica, Famur, Forte i Kernel.

Budownictwo

EBITDA sektora spadła w 2Q'18 o 77% r/r. Struktura bilansów spółek uległa dalszemu pogorszeniu, a rynek przetargów infrastrukturalnych nie rozpieszca wykonawców. Poza ELB, ERB i UNI jesteśmy negatywnie zastawieni do spółek z sektora.

Deweloperzy

Liderzy rynku nie zawiedli w sezonie wyników i utrzymali wysoką rentowność przy silnym wzroście przychodów. Oczekiwany przez nas spadek sprzedaży mieszkań w 3Q nie wpłynął na nasze pozytywne nastawienie do sektora.

Handel

Niesprzyjające warunki pogodowe we wrześniu przełożyły się na słabe wyniki sprzedaży we IX'18 oraz na wyniki 3Q'18 spółek odzieżowych i obuwniczych. Oczekujemy odbicia wyników sprzedażowych w X'18 ze względu na przesunięcie popytu i efekt niskiej bazy. Podtrzymujemy pozytywne podejście do CCC, EUR, LPP, BTM oraz VST.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: 1AT, ALR, AMC, BTM, CCC, CIE, DOM, EBS, EUR, ECH, ENA, ERB, FMF, FTE, JSW, KGH, KRU, LCC, MOL, OTP, PEO, PGE, PGN, POZ, STL, VST, UNI

Negatywne: KSW, LTS, MIL, MON, PKN

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	58 975	-2,0%	-7%
ATX	3 344	+1,3%	-0%
BUX	37 171	-0,2%	-6%
PX	1 102	+2,7%	+7%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 285	-1,5%	-5%
mWIG40	4 169	-1,5%	-11%
sWIG80	11 484	-8,3%	-19%
Banki	7 876	-0,7%	-7%
Budownictwo	1 896	-9,8%	-33%
Chemia	9 830	-13,0%	-36%
Energia	2 208	-0,7%	-26%
Górnictwo	3 440	-4,7%	-22%
Informatyka	2 034	-0,5%	-0%
Media	4 525	-10,8%	-6%
Nieruchomości	2 034	-2,8%	-7%
Odzież	6 681	-3,4%	-11%
Paliwa	7 363	+5,3%	+3%
Spożywczy	3 442	-1,6%	-5%
Telekomunikacja	597	-4,2%	-20%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
PCM	8,96	+48,8%	-69%
Bumeh	0,35	+20,7%	+13%
Handlowy	77,20	+13,5%	-0%
Capital Park	5,60	+13,4%	-3%
Comarch	167,00	+13,2%	-11%
Rafako	1,96	-40,6%	-56%
Medicalgo	45,55	-41,6%	-77%
Interma Trade	1,24	-42,1%	-62%
Altus TFI	2,40	-50,0%	-81%
TXM	0,63	-53,3%	-74%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Comarch	akumuluj ►	180,50 PLN ▲
Eurocash	kupuj ►	26,40 PLN ▼
LPP	kupuj ▲	10200 PLN ►
Mangata	równoważ ▲	-
Netia	trzymaj ▲	4,30 PLN ►
PBKM	kupuj ▲	66,40 PLN ▼

Spis treści

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

Rynek akcji

Dobry sentyment na globalnym rynku akcji nadal determinuje pozytywne momentum makro w USA, chociaż warto również zwrócić uwagę na poprawę sytuacji gospodarczej w Japonii, a w ślad za nią świetne zachowanie Nikkei. Czynniki te przeważają nad dalszym hamowaniem gospodarki europejskiej, jak i obawami o wpływ wojny handlowej na światowe makro. Wydaje się bardzo prawdopodobne, że na jakiś czas temat cel zostanie odsunięty, stymulacja gospodarki w Chinach będzie pozytywnie wpływać na postrzeganie przez inwestorów rynków wschodzących, a także na globalny popyt, co w efekcie powinno przyczynić się do poprawy danych makro (w tym PMI) płynących z przemysłu w strefie euro. W perspektywie najbliższych tygodni podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do rynku akcji zarówno dla krajów rozwiniętych, jak i rozwijających się. Na GPW nadal widzimy wyraźny odpływ lokalnego kapitału i dalsze zwiększenie udziału w obrocie inwestorów zagranicznych. WIG20 powinien odzwierciedlać zachowanie indeksu MSCI EM, przed nami jednak prawdopodobnie kolejna fala umorzeń w TFI. Przecena małych i średnich spółek jest naszym zdaniem okazją do ich kupna w długim okresie (dopiero PPK może zmienić negatywne saldo transferów w systemie emerytalnym).

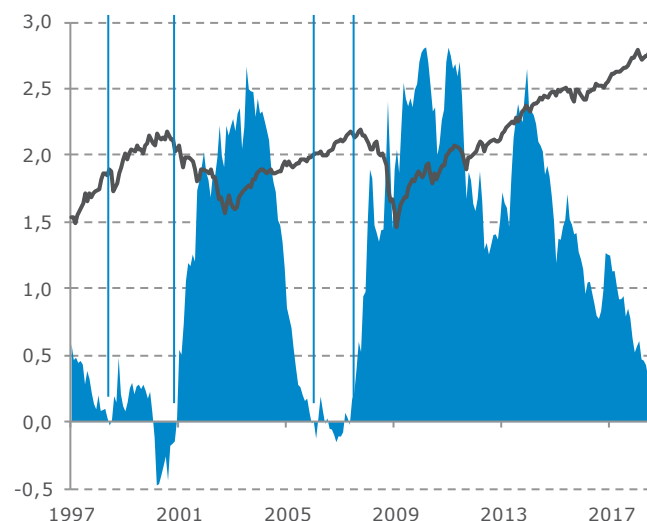
USA – dobre momentum makro i wyniki spółek wsparciem dla akcji

Zgodnie z oczekiwaniami, we wrześniu FED podwyższył stopy procentowe o 0,25%. Powell podkreślił, że gospodarka nadal jest bardzo silna, na obecnym etapie wojna handlowa z Chinami nie wpływa negatywnie na dane makro, a inflacja jest pod kontrolą. FED nadal będzie podwyższał stopy procentowe (grudzień br. i 2-3x w 2019 roku), które jego zdaniem wciąż znajdują się poniżej stopy naturalnej, co de facto oznacza prowadzenie przez FED polityki akomodacyjnej. Podwyżki mają miejsce w otoczeniu najlepszej koniunktury gospodarczej w USA od kilkudziesięciu lat (nowe wnioski o zasiłek dla bezrobotnych najniższe od 1969 roku).

Rynki nie boją się podwyżek stóp ze strony FED dopóki realizowana jest ścieżka normalizacji stóp zgodna z oczekiwaniami analityków (i komunikacją ze strony FED). Impulsy inflacyjne czy też oczekiwania wzrostu inflacji w związku z wojną handlową z Chinami, są raczej wykorzystywane przez inwestorów do zajmowania pozycji w sektorze finansowym niż zamykania pozycji na rynku akcji. Krzywa dochodowości obligacji w USA nadal się wypłaszcza (różnica między rentownością 10Y i 2Y wynosi już tylko 0,21%). Ostatnie dwa cykle giełdowe pokazują, że dopiero początek stromienia krzywej zbiega się ze spadkami na giełdach. Płaska krzywa to szczyt koniunktury i dopiero przygotowanie do recesji/spowolnienia, która następowała kilka kwartałów potem (patrz wykres na stronie obok).

Na obecną chwilę nie widać czynników, które miałyby zmienić świetne momentum makro w USA w najbliższych miesiącach. Największym zagrożeniem wydaje się tu sama giełda i potencjalne szoki wywołujące spadki cen akcji (*wealth effect* społeczeństwa wpływający na konsumpcję bieżącą, analogicznie do 1987 roku). Potwierdzeniem tego może być wypowiedź Powella po ostatnim posiedzeniu FED, w którym ocenił, że czynnikiem mogącym skłonić FED do zejścia ze ścieżki podwyżek czy nawet obniżek stóp jest silny spadek cen akcji na giełdach.

Krzywa dochodowości obligacji USA (10Y-2Y, niebieskie pole) na tle S&P500



Źródło: Bloomberg

Prognozy analityków wskazują, że w 3Q dynamika nominalnego wzrostu PKB w USA wyniesie 5,8%, co będzie najszybszym wzrostem od 15 lat. W takim otoczeniu makro wyniki spółek za 3Q będą wspierać amerykańskie indeksy (jak to miało miejsce w poprzednich okresach). Drugim czynnikiem silnie wpływającym na ceny akcji są transakcje M&A i skupy akcji własnych.

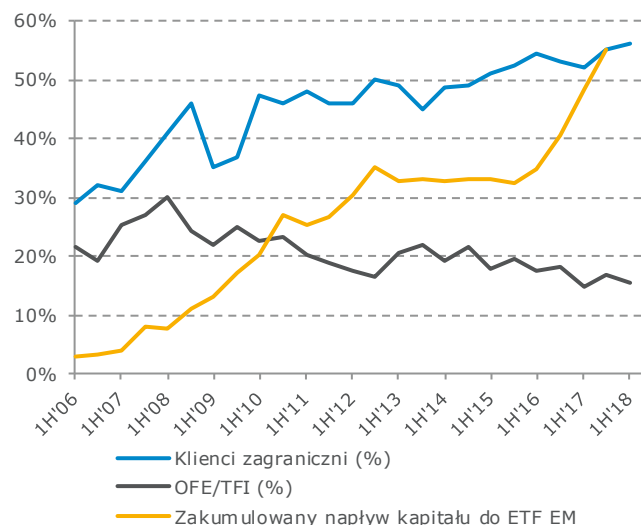
Dalsze hamowanie w strefie euro

Wskaźniki wyprzedzające dla strefy euro nadal wskazują na pogłębiające się spowolnienie (zagregowany PMI: 54,2 vs 54,5), co szczególnie mocno odczuwalne jest w przemyśle (PMI: 53,3 vs. 54,6). Niepokojący jest dalszy spadek subindeksów nowych zamówień oraz zamówień eksportowych, który spadł już poniżej 50 pkt, tj. znajduje się najniższej od połowy 2013 roku. To już nie tylko zaburzenia po stronie popytowej gospodarki, które powoli ustępują. Należy zakładać, że spadek globalnego popytu to efekt obaw przedsiębiorców o przyszłą skalę i skutki wojen celnych czy toczący się proces Brexitu. Dodatkowo przedsiębiorstwa nie są w stanie podwyższyć cen finalnych produktów, a wzrost kosztów materiałowych i wynagrodzeń „odkłada” się w niższej marży.

Krajowy kapitał w odwrocie z GPW

Analiza polskiego rynku akcji w coraz większym stopniu sprowadza się do spojrzenia na przepływy kapitałowe, a nie wyceny, EPS czy DY. Odpływ lokalnego kapitału z GPW nadal obniża wyceny małych i średnich spółek, powodując jednocześnie zwiększenie podatności giełdy na ruchy kapitału zagranicznego. Jak podaje GPW, w 1H'18 udział klientów zagranicznych w obrotach na rynku akcji wzrósł do poziomu 56% – najwyższej w historii (jest to związane ze wzrostem kapitału ulokowanego w funduszach ETF EM – patrz wykres poniżej). Z kolei udział w obrotach polskich TFI i OFE spadł do zaledwie 15%. To porównywalny poziom z udziałem krajowych biur maklerskich (13%, łącznie animacja i transakcje na własną książkę). Udział klientów detalicznych, koncentrujących swoją aktywność przede wszystkim na małych spółkach, obniżył się do rekordowo niskiego poziomu 12% (dla porównania w 2006 r. przekraczał 30%).

Udział inwestorów zagranicznych i OFE/TFI w obrocie na GPW na tle zakumulowanego napływu kapitału do ETF na EM



Źródło: mBank, GPW, Bloomberg

Wrzesień dobitnie uwidocznił to zjawisko. Do końca roku zachowanie największych spółek będzie determinowane bardziej sytuacją w Chinach czy trendem na USD niż informacjami z samych spółek. Dobrym tego przykładem jest PKN Orlen, który pomimo spadku marż rafineryjnych poniżej 3 USD/Bbl jest beneficjentem udziału w indeksach Oil&Gas, gdzie spółki zarabiają na wzroście cen ropy i gazu. Małe i średnie spółki, dla których kluczowy jest kapitał krajowy nadal będą pod presją umorzeń w TFI. Od początku roku do końca sierpnia z TFI akcyjnych i funduszy absolut return odpłynęło łącznie 3,4 mld PLN. Na koniec sierpnia wspomniane grupy funduszy zarządzały aktywami na poziomie 41 mld PLN (aktywa notowane na rynku polskim i giełdach zagranicznych). Nie posiadamy jeszcze danych za wrzesień, ale można oczekiwać że apogeum umorzeń będzie miało miejsce właśnie w okresie wrzesień-październik (szacunki: 1,5-2,5 mld PLN), co w dalszym ciągu będzie negatywnie wpływać na ceny akcji spółek.

Zaskakującym elementem może być relatywnie niewielka (w kontekście poziomu wycen) liczba wezwań do skupu akcji własnych i skupu akcji przez dominujących akcjonariuszy (łącznie z wycofaniem spółek z obrotu). W przypadku wielu spółek wytłumaczeniem tego jest fakt, że główni akcjonariusze (i najczęściej założyciele firm) kiedyś decydowali się na wejście na GPW nie tylko, żeby zdobyć pieniądze, ale również ze względu na większą rozpoznawalność spółek publicznych, prestiż, etc. Po latach realny free-float tych spółek i ich obroty na GPW są tak małe, że decyzja o skupie akcji własnych jeszcze pogłębiłaby ten problem. Główny akcjonariusz ogłaszając buy-back de facto podjąłby decyzję o wycofaniu spółki z obrotu w długim okresie.

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

Sektory

Finanse

- Uważamy, że sektor bankowy ma jeszcze przed sobą najlepsze wyniki w tym roku. W 2Q'18 polskie banki negatywnie zaskoczyły saldem rezerw podbitym przez jednorazowe zdarzenia oraz tempem wzrostu kosztów operacyjnych, co było już wspólne dla całego regionu. Uważamy, że dzięki dalszemu wzrostowi wolumenów, zarówno w Polsce, jak i w regionie CEE, sektor ma szansę na dalszą poprawę przychodów, a koszt ryzyka powinien cofnąć się do bardziej znormalizowanych poziomów. Wyniki za 3Q'18 będą okazją do pozytywnych rewizji prognoz na cały rok oraz konsensusu.
- Banki Wschodzącej Europy zachowują się znacznie gorzej od indeksu światowych banków czy banków w USA. YTD indeks WIG Banki spadł o 12% (w USD), zaś MSCI EME Banks o 26% wobec spadku na poziomie 6% MSCI European Banks. Obecnie 12M forward P/E WIG Banki na poziomie 12,7x znajduje się poniżej średniej (14,3x) i pierwszego odchylenia standardowego (13,2x). Biorąc pod uwagę perspektywę wyników w całym regionie EME obecna wycena jest na atrakcyjnych poziomach.
- Zwracamy uwagę, że według wcześniejszych zapowiedzi polityków ustawa o wsparciu kredytobiorców hipotecznych (tzw. frankowa) ma zostać uchwalona jeszcze w październiku, czyli miesiącu wyborów samorządowych. Po sierpniowym szumie medialnym wrzesień okazał się niespodziewanie spokojnym miesiącem odnośnie spekulacji. Przypominamy, że największy wpływ ustawa będzie miała na konsensus Millennium (34% konsensusu na 2019 przy maksymalnej rocznej stawce 2,0%), a następnie 12% w PKO BP oraz 9% na Santander.
- **Kluczowe rekomendacje:** Alior Bank (kupuj), OTP Bank (kupuj), Bank Millennium (sprzedaj)

Chemia

- Indeks WIG Chemia w ostatnich miesiącach podążał za notowaniami Grupy Azoty (waga 50%).
- Naszym zdaniem słabe wyniki Grupy Azoty w 1H'18 oraz przejęcie Compo Expert zostały już zdyskontowane przez rynek. Spółka jest obecnie notowana z 10-25% dyskontem do swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA, co według nas może być argumentem do technicznego odbicia w październiku.
- Grupa Ciech obecnie notowana jest z około 30% dyskontem na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA do swoich 3-letnich średnich oraz z około 27-53% dyskontem do spółek porównywalnych. Zarząd przy okazji wyników za 2Q'18 potwierdził swoje oczekiwania odnośnie wzrostów cen sody w 2019 roku.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj)

Paliwa

- Ceny ropy przebiły 80 USD/Bbl, gdyż rynek obawia się o dostęp do surowca w kontekście malejących zapasów i ograniczania eksportu ropy irańskiej i zawężającego się bufora „spare capacity” w ramach OPEC. Nie bez znaczenia były też brak zdecydowanych deklaracji kartelu po ostatnich spotkaniach, redukcje prognoz wydobycia w USA i rezygnacja rządu amerykańskiego ze sprzedaży ropy z rezerwy obowiązkowej.
- Drożejący surowiec i słabnący popyt zepchnęły marże rafineryjne do dawno nie notowanych poziomów poniżej 2 USD/Bbl, a po sierpniowym szczycie nie ma już śladu. Presja jest widoczna na ciężkich frakcjach i na benzynie (rosnący spread Bret/WTI mocno szkodzi europejskim przetwórcom), ale może się również pojawić na średnich destylatach, gdyż zapasy w portach ARA przekroczyły już poziomy ubiegłoroczny.

- W przypadku petrochemii obserwujemy powrót negatywnych tendencji, czemu sprzyja droższa ropa i wojna celna USA-Chiny. Nowe moce zaczynają być coraz bardziej widoczne i to klienci dyktują ceny, co jest sporą zmianą w stosunku do mijającej już fazy cyklu 2015-17.
- Warto odnotować kontynuację wzrostów cen gazu na europejskim rynku (kolejne 13% we wrześniu), 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 CO₂ po wyznaczeniu lokalnych maksimów powyżej 25 EUR/t w ostatnich tygodniach spadły nieco i obecnie oscylują wokół 21 EUR/t, ale nadal drożeje węgiel w portach ARA (kolejne +8% m/m na kontrakcie rocznym) i w efekcie kontrakt roczny na energię w Niemczech utrzymał się blisko szczytów powyżej 53 EUR/MWh.
- W Polsce ceny energii odpadły nieco od szczytów, ale roczny benchmark oscyluje w okolicach 290 PLN/MWh, co nadal implikuje rekordowe marże modelowe dla elektrowni węglowych. Według naszych szacunków CDS dla węgla brunatnego wzrósł m/m o 34 PLN/MWh (YTD +38 PLN/MWh), dla nowych zintegrowanych pionowo bloków na węgiel kamienny o 34 PLN/MWh (YTD +65 PLN/MWh), a dla „starych” bloków węglowych z własną kopalnią także o 34 PLN/MWh (YTD o 49 PLN/MWh).
- Nadal czekamy na pierwsze aukcje mocowe (15 listopada i dwie w grudniu), szczególnie że opublikowane w sierpniu rozporządzenie z pozwala na umiarkowany optymizm.
- WIG Energia w końcu zareagował na tę poprawę makro, ale skutecznie sentyment psuje resort energii, który chce zamrozić taryfy dla gospodarstw domowych. Jeśli rzeczywiście by do tego doszło, to potencjalne straty giełdowych koncernów w segmencie obrotu mogłyby sięgnąć -3,8 mld PLN przy aktualnych cenach na rok 2020. Nawet jeśli by do tego doszło (zakładamy że zostanie wdrożone jakieś mniej drastyczne rozwiązanie, np. fundusz dla odbiorców wrażliwych) to w przypadku PGE i Enei efekt wyższych marż w wytwarzaniu z nawiązką powinien te straty z niwelować. Problemy miałyby natomiast Tauron oraz Energa i dlatego do czasu rozstrzygnięcia tej kwestii, te spółki mogą być jeszcze podstrzęgane.
- **Kluczowe rekomendacje:** ENA (kupuj), PGE (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 telekomunikacyjny konwergentny fixed + mobile bazując na posiadanych już aktywach.

- Trwa konsolidacja polskiego rynku kablowek. Po ogłoszeniu planów przejścia Multimediiw Polska przez Vectrę, trwa badanie UOKiK w tej sprawie.
- W sektorze telekomunikacyjnym nowe obawy budzi tocząca się aukcja częstotliwości 3,7 GHz i 700 MHz. Wylicytowane przez operatorów kwoty przekroczyły poziom 5 mld EUR. Łączna cena 200 MHz oferowanego pasma z zakresu 3,7 GHz zbliża się do 3 mld EUR.
- Agencja mediowej Zenith we wrześniu'18 podwyższyła (kolejny raz w tym roku) prognozy dla polskiego rynku reklamy. Dynamika wzrostu polskiej reklamy sięgnie w 6,6% R/R. Łączna wartość wydatków wyniesie 7,53 mld PLN. Globalny rynek reklamowy wzrośnie w tym roku o 4,5%, osiągając wartość 581 mld USD. Wobec rosnącego zainteresowania reklamodawców obecnością w telewizji i idącym za nim wyraźnym wzrostem budżetów Zenith podniósł prognozę wzrostu wydatków na reklamę telewizyjną do 6,9%. Niezmiennie z najwyższą dynamiką rosną wydatki na reklamę w Internecie. Według aktualnej prognozy segment reklamy internetowej urośnie w tym roku o 10%, głównie za sprawą zwiększanych wydatków na reklamę wideo online. Wraz ze wzrostem korzystania z treści na urządzeniach mobilnych rosną budżety na reklamę w tym kanale, zwłaszcza w mediach społecznościowych. Reklamodawcy coraz większą wagę przywiązują do planowania i realizacji kampanii.
- We wrześniu'18 WIG Info spadł o 2,3%, a od początku roku o 1,3% (vs. -2,0% i -6,7% WIG odpowiednio). WIG Info był gorszy niż MSCI IT EU o >2 p.p., luka (obecnie ok. 20 p.p.) do notowań tego indeksu, która pojawiła się w połowie kwietnia'18 nie została wciąż zamknięta. Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 14,9x i jest 3,2% poniżej historycznej średniej z 3 lat.
- We wrześniu'18 istotny wzrost notowań kursu zanotował jedynie CMR (+7,3%) z 7 pokrywanych przez nas spółek IT, a największe spadki ATD (-13,0%) i ALL (-14,1%).
- Końca dobiega sezon wyników za 2Q'18. Spośród sześciu spółek, które zaraportowały wyniki wszystkie oprócz WAS zanotowały wzrost zysków R/R, cztery spółki zaraportowały wyniki powyżej naszych oczekiwań. Poprawa wyników spółek IT powinna wspierać sentyment do sektora, stąd liczymy na wzrost indeksu WIG Info w październiku.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (kupuj), Agora (kupuj), Asseco Poland (akumuluj), Comarch (akumuluj), Atende (przeważaj), Asseco SEE (przeważaj)

Przemysł

- Mimo odbicia wyników w 2Q'18 indeks cenowy złożony ze spółek przemysłowych wyraźnie kontynuował spadki we wrześniu, co związane jest z odpływami środków w lokalnych funduszach inwestycyjnych. W tym samym czasie indeksy MSCI Industrials dla Europy i Świata zachowywały się w miarę stabilnie.
- Proporcja spółek pozytywnie zaskakujących na wynikach 2Q'18 (77%) oraz poprawiających rezultaty w ujęciu r/r (77%) była najwyższa od 1Q'16 i wyraźnie wyższa niż w ostatnich 8-miu kwartałach. Wśród największych pozytywnych zaskoczeń wymienilibyśmy Alumat, Apator, Cognor, Famur, Forte i Grupę Kęty. Według nas dobrych wyników w 2Q'18 należy oczekiwać jeszcze w Kernelu.
- Największymi wyzwaniem na 2019 rok dla spółek w sektorze przemysłowym są obecnie rosnące ceny energii elektrycznej. Największy udział energii w kosztach mają Cognor (9%), PKP Cargo (8,4%), Forte (7,3%), Pfleiderer (6%) oraz Mangata (5,0%). W przypadku spółek

wydobywczych w JSW i KGHM energia stanowi 5% łącznych kosztów.

- Spółki wciąż pozostają beneficjentami osłabienia PLN (wskaźnik PPI na najwyższym od 2016 roku). Powoli Zarządy informują o podwyżkach cen produktów.
- Z spotkań po wynikach 2Q'18 warto zwrócić uwagę, że wśród spółek pojawiły się pierwsze zwiastuny rezygnacji z inwestycji w efekcie rosnących kosztów budowy i obawy o koniunkturę w przyszłości (Boryszew i Mangata; ostrożniejsze podejście Amica).
- 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 15-25% dyskontem do swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA), Famur (perspektywa poprawy wyników r/r i q/q w kolejnych kwartałach; około 8% DYield w 2018-19), Forte (wyraźne przełamanie wyników w 2Q'18; spółka notowana z około 3-13% 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 spadkowej trendu w wynikach za 2Q'18; dynamiczna poprawa wyników w 2019 roku).
- Z mniejszych spółek naszym faworytem pozostaje Pozbud. Podtrzymujemy nasze negatywne nastawienie do Kruszwicy. Podwyższamy nasze pozycjonowanie dla Mangaty z niedoważaj do równoważ z uwagi na mocny spadek kursu we wrześniu.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Famur (kupuj), Forte (przeważaj), Kruszwica (niedoważaj), 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 (piąty 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 do Chin). 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. W ostatnich tygodniach września ceny metali przemysłowych odreagowały, a inwestorzy większą uwagę zwrócili na fundamentalne dane odnośnie miedzi (wzrost premii produkcyjnej do rekordowych poziomów od 2015 r.). Wierzymy, że metale mogłyby kontynuować odbicie w październiku, w szczególności jeśli przerwana zostanie dobra passa umacniającego się USD. Ceny miedzi w ostatnich dwóch miesiącach praktycznie podążały za notowaniami walut rynków wschodzących (EM) oraz liczbą netto otwartych pozycji spekulacyjnych. Liczba otwartych pozycji spekul. na miedzi spadła lokalnie w VIII'18 do najniższego poziomu od początku 2017 r. (obecnie blisko zera). Obecnie po korekcie cen inwestorzy mogą decydować się na zamykanie zyskowych pozycji, co sprzyjałoby technicznemu odbiciu cen.
- Wysoka produkcja stali na świecie (duża ilość globalnie prowadzonych projektów infrastrukturalnych) oraz zwiększające się obciążenie 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 zaostrenia wojny handlowej na linii Chiny-USA).
- Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na dobre zachowanie cen koksu w Chinach od drugiej połowy 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. Obecnie relacja koks/węgiel koksowy jest na najwyższym poziomie od kiedy JSW jest notowana na warszawskiej giełdzie.

- 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 żelazo w Polsce, a produkty sprzedaje na terenie UE (prawdopodobnie największy beneficjent obecnego kryzysu w Turcji).
- 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). W 2019 roku spółki będą musiały się zmierzyć z rosnącymi cenami energii elektrycznej. W przypadku spółek wydobywczych w JSW i KGHM energia stanowi 5% łącznych kosztów.
- **Kluczowe rekomendacje:** KGHM (kupuj), JSW (kupuj).

Budownictwo

- Ponad 60% spółek budowlanych pogorszyło wyniki w ujęciu r/r. Wynik EBITDA spadł o 77% r/r, w czym główna zasługa Erbudu, Elektrobudowy i Polimeksu, które poniosły wysokie straty.
- Kolejny kwartał z rzędu obserwujemy negatywne trendy w bilansach wykonawców. Na koniec 2Q'18 spółki budowlane z GPW miały 0,3 mld PLN gotówki netto vs. 1,4 mld PLN rok wcześniej (po wyłączeniu Budimeksu wzrost długu netto do 0,5 mld PLN vs. 0,1 mld PLN gotówki netto rok wcześniej). Kapitały własne analizowanych spółek spadły w ostatnich 12M o 5% do 4,7 mld PLN. Pogorszenie pozycji gotówkowej było pochodną gwałtownego wzrostu salda należności z tytułu wykonanych kontraktów o 1,5 mld PLN r/r, co stanowi równowartość ok. 8% rocznych przychodów.
- W 3Q'18 nie zaobserwowaliśmy żadnego otwarcia oferty w drogach o znaczącej wartości (w 9M'18 spadek o 50% r/r) i nie spodziewamy się wysokiej aktywności GDDKiA w ostatnim kwartale roku. W IX'18 nastąpiło unieważnienie przetargów kolejowych za niemal 3 mld PLN, a łącznie od początku roku za 5,4 mld PLN. Backlogi spółek budownictwa infrastrukturalnego są zdominowane przez zlecenia z lat 2016-2017, co nie zapowiada odbicia w wynikach 2019 r. (więcej na ten temat w komentarzu „Budownictwo” z 27.09.2018).
- W raporcie z 26.09.2018 podnieśliśmy rekomendację Elektrobudowy z „trzymaj” do „kupuj”, widząc szansę na pozytywne zaskoczenia w 4Q'18. Listę spółek z pozytywną rekomendacją uzupełniają spółki budownictwa kubaturowego: Erbud i Unibep, gdzie szybko rotujący backlog powinien być atutem.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Unibep (kupuj), Trakcja (niedoważaj).

Deweloperzy

- Deweloperzy, dla których posiadamy pozytywne rekomendacje (ARH, 1AT, DOM, ECH, LCC, LKD) nie zawiedli naszych oczekiwania. Przychody z działalności mieszkaniowej wzrosły w powyższych spółkach o 45% r/r, a marża deweloperska utrzymała się na wysokim poziomie 29,4% vs. 29,2% w 2Q'17. Wskaźnik długu

netto do kapitałów ustabilizował się na umiarkowanym poziomie 35% vs. 37% w 2Q'17. Duże rozczarowanie na wynikach BBD, JWC i PND (strata netto: 11, 22 i 28 mln PLN) utwierdza nas w przekonaniu, że na wymagającym rynku warto postawić na spółki o wysokiej jakości i nie sugerować się nadmiernie niską wyceną P/NAV.

- Sprzedaż mieszkań za 3Q'18, którą spółki raportują w przyszłym tygodniu może być wyraźnie słabsza r/r (minus 15-25%) z uwagi na (1) wysoką bazę, (2) problemy z uzupełnieniem oferty w niektórych spółkach, (3) podniesienie cen mieszkań i większą dbałość deweloperów o utrzymanie marży. Uważamy, że nasze prognozy finansowe na lata '18-19 nie wymagają większych korekt, niemniej szacunki na 2020 rok mogą być zbyt optymistyczne, jeśli deweloperzy nie zwiększą oferty w najbliższych kwartałach.
- Zwracamy uwagę na niską wycenę DOM, po spadku o około 10% m/m. Wycena lidera rynku na poziomie P/E ~7,0x oraz DYield ~14% jest według nas zdecydowanie zbyt niska.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** LC Corp (kupuj), Echo Investment (kupuj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj), Polnord (niedoważaj).

Handel

- Umocnienie USDPLN w VI i VII'18 może wpłynąć na brak pozytywnego wpływu FX na koszty zakupu kolekcji jesień-zima r/r w spółkach odzieżowych i obuwniczych.
- Oczekujemy relatywnie słabych wyników w 3Q'18 w sektorze odzieżowym i obuwniczym (spowolnienie dynamiki sprzedaży r/r oraz obniżenie rentowności) ze względu na potencjalnie niski wynik sprzedaży w istotnym pod względem wyniku wrześniu (niesprzyjające warunki pogodowe).
- Przesunięcie popytu oraz efekt niskiej bazy powinny wspierać wolumeny sprzedaży wygenerowane w październiku'18 (sprzedaż w pełnej cenie). Potencjalnie lepsze wyniki w X'18 w spółkach obuwniczych i odzieżowych powinny wpłynąć na wzrost marży brutto na sprzedaży r/r w 4Q'18.
- Efekt wysokiej bazy w sprzedaży powinien negatywnie wpływać na dynamikę sprzedaży CCC r/r w okresie sierpień-wrzesień'18 (oczyszczoną o sprzedaż Voegelé). Sprzedaż w październiku'18 powinna odnotować istotny wzrost r/r, co będzie naszym zdaniem wspierać zachowanie się kursu CCC.
- AmRest pozostaje aktywny na rynku M&A, a finalizacja zapowiedzianych transakcji może wymagać emisji akcji przez Spółkę (wskaźnik DN/EBITDA wyniósł 2,2x na koniec 2Q'18). W krótkim terminie oczekujemy finalizacji zapowiadanych podniesienia kapitału (zapowiadane 70-100 mln EUR).
- LPP odnotowało istotną poprawę sprzedaży porównywalnej w 1H'18. Ze względu na niesprzyjające warunki pogodowe we wrześniu, spółka może opublikować relatywnie słabe wyniki w 3Q'18 (spółka powinna opublikować szacunkowe wyniki za 3Q'18 na początku października). Naszym zdaniem spółka jest odpowiednio przygotowana do sezonu jesień-zima'18, co powinno mocno wspierać wyników w 4Q'18.
- 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. Zgodnie z zapowiedzią zarządu VST, transakcja połączenia mogłaby zostać sfinalizowana do końca XI'18. Potencjalna fuzja powinna pozytywnie przełożyć się na notowania obu spółek (wyższy potencjał do wzrostu mają akcje BTM).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** CCC (kupuj), Eurocash (kupuj), Jeronimo Martins (kupuj), LPP (kupuj), TXM (kupuj), Bytom (przeważaj), Vistula (przeważaj)

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

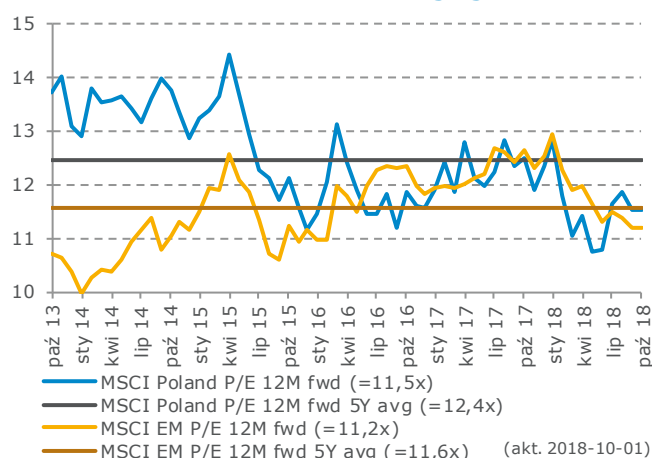
Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek niemiecki
	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	ALR, OTP.HB, PEO	BAC US, JPM US	
	Spółki na minus	MIL		
Banki	Kluczowe katalizatory:	Wyniki 3Q	Lekko jastrzębi Fed vs. oczekiwania rynku, deregulacja	Słabe wyniki w cenach, na plus będą oddziaływać spekulacje na temat konsolidacji sektora
	SENTYMENT	NEGATYWNY		
	Spółki na plus	ERB, UNI		
	Spółki na minus	TRK		
Budownictwo	Kluczowe katalizatory:	Presja kosztowa, wzrost zadłużenia		
	SENTYMENT	NEUTRALNY		NEUTRALNY
	Spółki na plus	CIE, ATT		EVK GY
	Spółki na minus			1COV GY
Chemia	Kluczowe katalizatory:	Rosnące ceny surowców energetycznych		Z wynikami 2Q rynek otrzymał indykcje na 3Q, obecnie trudno oczekiwać zaskoczeń
	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	
	Spółki na plus	1AT, ARH, DOM, ECH, LCC, LKD		
	Spółki na minus	PND, JWC	WELL US	
Deweloperzy	Kluczowe katalizatory:	Rosnące ceny mieszkań vs. wzrost kosztów budowy	Rosnące rentowności, normalizacja polityki Fed	
	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	
	Spółki na plus	ENA, PGE		
	Spółki na minus	CEZ		
Energetyka	Kluczowe katalizatory:	Wzrost clean dark spread, aukcje mocowe, taryfy G	Rosnące rentowności niekorzystne dla sektora	
	SENTYMENT		NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus		CVS US, LULU US	ZAL GY, SAE GY, DHER GR
	Spółki na minus			FIE GY, GWI1 GY
Handel, Konsument	Kluczowe katalizatory:		Słabnący wzrost realnych płac	Mocny konsument
	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	
	Spółki na plus	MOL, PGN	HAL US	
	Spółki na minus	LTS, PKN		
Paliwa	Kluczowe katalizatory:	Wzrost cen ropy i gazu, rewizja konsensusu, spadek marż rafineryjnych	Pozytywne perspektywy dla cen ropy	
	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
Przemysł	Kluczowe katalizatory:	Poprawa wyników finansowych	Poprawa perspektyw dla wydatków inwestycyjnych	Poprawa wyników finansowych
	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	JSW, KGH		
	Spółki na minus			
Przemysł wydobywczy	Kluczowe katalizatory:	Odbicie cen metali		
	SENTYMENT			NEGATYWNY
	Spółki na plus		GM US	UG FP
	Spółki na minus		TSLA US	DAI GY
Segment automotive	Kluczowe katalizatory:			Cła oraz koszty związane z dieselgate
	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ACP, ABS, ASE, ATD, CMR	GOOGL US, FB US	WDI GY, PSM GY, SJJ GY
	Spółki na minus		AMD US	AIXA GY
Technologie, Media	Kluczowe katalizatory:	Poprawa wyników IT w 2Q	CF i dynamiki wyników w mega-capach nie są już tak przekonujące	Poprawa wyników
	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	OPL, CPS	T US	
	Spółki na minus			
Telekomy	Kluczowe katalizatory:			

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

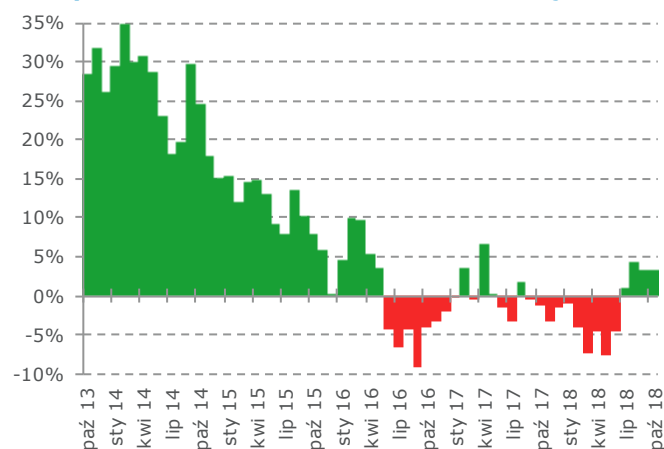
wrz 17=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
paź 17	-0%	-1%	-0%	+0%	-0%	+0%	+3%	+0%	+1%	+0%	-6%	+0%	+21%	+0%	+1%	+0%
lis 17	-1%	-6%	-0%	-2%	-1%	-3%	+3%	-2%	+4%	-9%	-9%	+0%	+24%	-0%	+3%	-26%
gru 17	-2%	-4%	+0%	-2%	-1%	-3%	-0%	-2%	+2%	+4%	-9%	+8%	+12%	-8%	-3%	-17%
sty 18	-2%	+6%	+1%	-3%	-0%	-1%	-1%	-8%	+4%	-4%	-10%	+63%	+0%	-18%	-1%	+108%
lut 18	-1%	+4%	-0%	-3%	-1%	+0%	+1%	-12%	+2%	-9%	-9%	+63%	-5%	-18%	+12%	+108%
mar 18	-1%	+1%	-0%	-3%	+2%	-1%	-1%	-8%	+1%	-18%	-10%	+66%	-5%	-18%	+10%	+68%
kwi 18	-1%	+1%	-1%	-3%	-2%	-1%	-1%	-8%	+1%	-18%	-10%	+66%	-6%	-18%	+13%	+69%
maj 18	-2%	+2%	-1%	-3%	-0%	-1%	-2%	-6%	-1%	-18%	-12%	+66%	-15%	-42%	+6%	+72%
cze 18	-2%	+3%	-2%	-3%	-0%	+9%	-2%	-6%	-5%	-17%	-11%	+49%	-15%	-42%	+5%	+69%
lip 18	-4%	+1%	-2%	-5%	-1%	+9%	-0%	-6%	-7%	-17%	-19%	+49%	-34%	-40%	+0%	+59%
sie 18	-5%	+4%	-2%	-5%	-1%	+30%	-1%	-12%	-7%	-17%	-22%	+50%	-31%	-56%	-7%	+57%
wrz 18	-4%	+4%	-2%	-5%	+4%	+30%	-2%	-12%	-8%	-20%	-23%	+53%	-34%	-56%	-7%	+57%

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

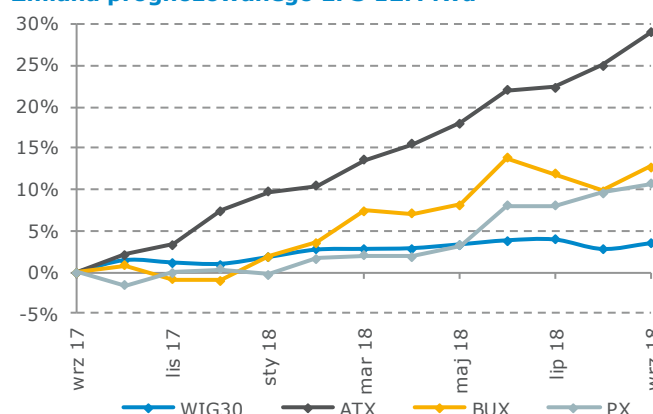
P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets oraz premia/dyskonto wskaźnika dla Polski wobec krajów EM



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

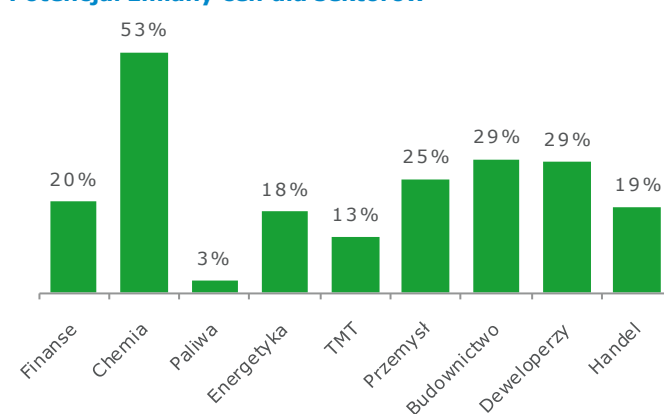


Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



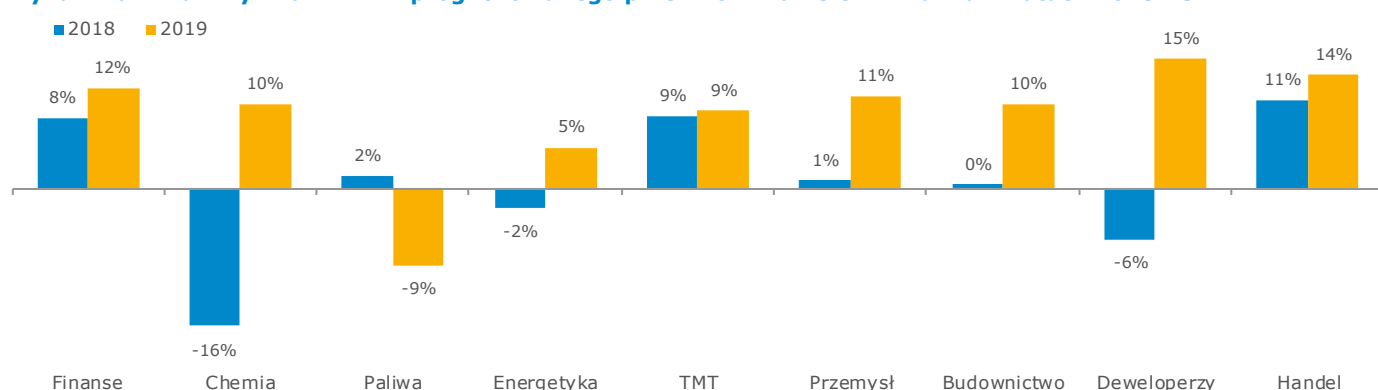
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Potencjał zmiany cen dla sektorów



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

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



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

Odchylenie prognoz Domu Maklerskiego mBanku od konsensusu

Spółka	Rekomendacja mDM	TP mDM ¹	Rekomendacje ²			TP kons. ³	Różnica TP mDM / kons.	Zysk netto mDM / kons.			EBITDA mDM / kons.			Liczba prognoz ⁴
			▲	►	▼			2018	2019	2020	2018	2019	2020	
Finanse														
Alior Bank	kupuj	109,00	14	2	1	86,29	+26,3%	+22%	+22%	-				13/-
Getin Noble Bank	trzymaj	1,40	1	4	4	1,29	+8,7%	+269%	-22%	+16%				7/-
Handlowy	kupuj	94,00	8	4	0	78,02	+20,5%	-2%	+12%	-				12/-
ING BSK	akumuluj	212,00	5	5	4	202,63	+4,6%	-1%	-2%	+0%				12/-
Millennium	sprzedaj	7,00	5	6	3	8,83	-20,7%	-4%	-8%	-				11/-
Pekao	kupuj	157,00	19	2	0	138,80	+13,1%	-2%	+4%	-				18/-
PKO BP	trzymaj	38,00	4	15	3	41,29	-8,0%	-7%	+0%	-				17/-
Santander Bank Polska	akumuluj	430,00	12	3	1	404,71	+6,2%	+6%	+11%	+12%				15/-
Komerčni Banka	kupuj	1 111,0	11	6	0	1 051,6	+5,6%	+8%	+25%	-				12/-
Erste Bank	kupuj	43,00	18	6	1	43,07	-0,2%	+6%	+0%	+0%				16/-
OTP Bank	kupuj	12 090	12	2	3	11 265	+7,3%	-8%	-1%	-				13/-
PZU	akumuluj	47,50	8	3	0	47,38	+0,3%	+0%	+3%	+3%				7/-
Kruk	kupuj	292,77	5	2	0	264,94	+10,5%	+3%	+11%	+12%				5/-
Prime Car Management	zawieszona	-	0	1	0	33,00	-	-	-	-				1/-
Chemia														
Ciech	kupuj	82,52	8	1	1	66,62	+23,9%	+6%	+23%	+27%	+6%	+13%	+10%	7/6
Grupa Azoty	trzymaj	41,13	1	6	3	45,60	-9,8%	-25%	-32%	-34%	-10%	-9%	-12%	6/6
Paliwa														
Lotos	sprzedaj	57,21	8	4	2	72,21	-20,8%	+2%	-32%	-38%	+7%	-11%	-8%	10/12
MOL	kupuj	3 296,0	10	3	0	3 445,4	-4,3%	-2%	-28%	-29%	+6%	-7%	-7%	10/11
PGNiG	kupuj	7,86	9	2	1	6,83	+15,1%	+11%	+29%	+27%	+10%	+20%	+19%	8/7
PKN Orlen	sprzedaj	81,38	4	10	7	99,07	-17,9%	+1%	-40%	-38%	+4%	-26%	-21%	17/17
Energetyka														
CEZ	sprzedaj	440,96	4	7	6	547,63	-19,5%	+8%	+4%	-3%	+0%	-2%	-2%	10/11
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	11,92	+28,1%	+10%	+6%	-3%	+3%	+3%	-0%	6/5
PGE	kupuj	13,60	8	4	1	11,56	+17,6%	+15%	+8%	-2%	+4%	+4%	-0%	7/6
Tauron	kupuj	2,77	4	7	1	2,44	+13,8%	-24%	-3%	-9%	-0%	+1%	-3%	7/6
TMT														
Netia	trzymaj	4,30	3	3	2	5,37	-20,0%	-12%	-23%	-34%	-2%	-7%	-10%	4/5
Orange Polska	kupuj	7,60	10	2	4	5,50	+38,3%	-	+424%	+215%	+10%	+9%	+11%	8/11
Play	trzymaj	22,60	7	7	0	26,29	-14,0%	+8%	-9%	-14%	+1%	-3%	-4%	12/13
Agora	kupuj	15,40	3	2	0	13,28	+16,0%	-	-22%	+35%	-20%	-9%	+2%	3/3
Cyfrowy Polsat	akumuluj	24,90	7	6	0	27,72	-10,2%	-7%	-2%	+2%	-1%	-1%	-2%	8/7
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	4	5	0	47,23	+3,7%	-2%	-6%	-12%	+1%	+3%	+3%	7/7
Asseco BS	równoważ	-	2	1	0	28,90	-	+3%	+5%	+5%	+1%	+1%	-0%	3/3
Asseco SEE	przeważaj	-	3	0	0	16,80	-	+3%	+1%	-3%	+0%	-2%	-6%	4/4
Wasko	równoważ	-	1	1	0	-	-	+0%	+0%	-0%	+0%	+0%	-0%	1/1
CD Projekt	sprzedaj	90,80	5	6	2	189,29	-52,0%	+32%	+24%	-34%	+29%	-0%	-47%	9/7
Comarch	akumuluj	180,50	3	2	1	162,43	+11,1%	-6%	-3%	+4%	+5%	-0%	+2%	5/5
Przemysł														
Alumetal	równoważ	-	2	4	0	54,02	-	-3%	-3%	-	+2%	+0%	-	3/3
Amica	przeważaj	-	4	0	0	137,00	-	+8%	+8%	-	+0%	+3%	-	3/3
Apator	równoważ	-	1	2	1	-	-	-0%	-0%	-	-0%	-0%	-	1/1
Elemental	równoważ	-	0	1	0	-	-	+0%	-0%	-	+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	54,53	-	-27%	-29%	-	-6%	-11%	-	6/5
Kemel	kupuj	59,18	8	1	0	64,36	-8,0%	-10%	+7%	+15%	-1%	+8%	+11%	6/6
Grupa Kęty	trzymaj	367,45	6	5	1	378,48	-2,9%	+3%	+4%	+2%	-2%	-1%	-2%	7/7
Pfleiderer Group	równoważ	-	6	1	0	45,23	-	-9%	-9%	-	-6%	-4%	-	5/4
JSW	kupuj	98,00	6	5	3	89,49	+9,5%	+4%	+15%	-12%	+3%	+10%	+1%	11/10
KGHM	kupuj	104,21	5	5	8	93,43	+11,5%	+5%	+21%	+22%	-6%	+5%	+10%	13/12
Budownictwo														
Budimex	trzymaj	125,00	1	4	4	128,88	-3,0%	-11%	-8%	+3%	-11%	-9%	+1%	6/5
Elektrobudowa	kupuj	45,00	3	2	1	65,70	-31,5%	-	-35%	-28%	-	-17%	-6%	4/4
Erbud	kupuj	14,40	3	1	1	19,60	-26,5%	-	-36%	+7%	-	-12%	-0%	2/1
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	-	-85%	-53%	-0%	-34%	-26%	+0%	3/3
Trakcja	niedoważaj	-	2	2	3	6,42	-	+9%	-57%	-41%	+6%	-8%	-6%	2/2
Deweloperzy														
Atal	kupuj	42,86	4	2	0	41,99	+2,1%	+4%	+5%	+0%	+3%	+1%	-1%	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	87,12	+0,8%	+4%	+5%	+10%	+6%	+1%	+18%	9/6
Echo	kupuj	5,63	6	2	0	5,59	+0,7%	+15%	+16%	+3%	+46%	+34%	+0%	5/5
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	3,40	+5,3%	+9%	+9%	+10%	+2%	+2%	+7%	2/2
Polnord	niedoważaj	-	0	1	1	9,50	-	-81%	-	-41%	-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	5	4	1	460,40	-7,5%	-4%	-9%	-11%	-6%	-5%	-7%	8/7
CCC	kupuj	295,00	8	7	1	262,75	+12,3%	-3%	+16%	+23%	+0%	+3%	+8%	11/8
Dino	trzymaj	103,50	7	8	1	105,27	-1,7%	+4%	+6%	+4%	+1%	+1%	-1%	12/12
Eurocash	kupuj	26,40	11	9	1	25,49	+3,6%	-18%	-14%	-6%	-3%	-5%	-7%	13/11
Jeronimo Martins	kupuj	15,20	12	11	2	15,35	-1,0%	-5%	+2%	-0%	-3%	+3%	+2%	11/11
LPP	kupuj	10 200	1	5	11	8 341,6	+22,3%	+9%	+17%	+21%	+5%	+9%	+13%	12/12
Bytom	przeważaj	-	3	1	0	3,20	-	+15%	+14%	+14%	+13%	+11%	+13%	3/3
Monnari	równoważ	-	4	1	0	8,60	-	+8%	+5%	+10%	+5%	+1%	+7%	3/3
Vistula	przeważaj	-	4	1	1	4,81	-	+9%	+11%	+3%	+6%	+6%	+6%	5/5

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

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2018	2019	2018	2019
Finanse						+19,9%	11,6	10,1		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	63,00	+73,0%	8,6	7,2		
Getin Noble Bank	trzymaj	2018-05-09	1,17	1,40	0,57	+145,6%	11,5	4,3		
Handlowy	kupuj	2018-04-06	77,50	94,00	77,20	+21,8%	16,0	13,1		
ING BSK	akumuluj	2018-08-02	190,00	212,00	182,80	+16,0%	15,1	13,3		
Millennium	sprzedaj	2018-08-02	9,12	7,00	9,25	-24,3%	15,5	14,1		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	106,20	+47,8%	12,8	10,5		
PKO BP	trzymaj	2018-04-06	39,74	38,00	42,90	-11,4%	16,2	13,5		
Santander Bank Polska	akumuluj	2018-09-03	376,00	430,00	375,60	+14,5%	14,8	12,2		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	911,00	+22,0%	11,7	9,9		
Erste Bank	kupuj	2018-08-02	37,14	43,00 EUR	35,78	+20,2%	10,2	10,2		
OTP Bank	kupuj	2018-06-06	10 210	12 090 HUF	10 320	+17,2%	10,5	9,6		
PZU	akumuluj	2018-08-02	42,00	47,50	39,70	+19,6%	11,1	10,0		
Kruk	kupuj	2018-09-17	187,80	292,77	201,20	+45,5%	10,7	9,1		
Prime Car Management	zawieszona	2018-08-23	7,96	-	8,96	-	-	-		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-08-31	25,30	36,86	25,70	+43,4%	8,0	7,6		
Chemia						+52,8%	10,7	9,8	5,1	5,0
Ciech	kupuj	2018-08-02	56,95	82,52	47,40	+74,1%	7,4	7,0	5,1	4,7
Grupa Azoty	trzymaj	2018-09-03	38,00	41,13	31,60	+30,2%	14,0	12,6	5,1	5,2
Polwax	zawieszona	2018-09-14	7,70	-	6,70	-	-	-	-	-
Paliwa						+3,0%	9,0	12,7	4,9	5,6
Lotos	sprzedaj	2018-09-03	69,90	57,21	75,08	-23,8%	10,5	14,8	5,7	7,0
MOL	kupuj	2018-09-03	2 870	3 296 HUF	3 000	+9,9%	8,5	10,5	3,8	4,3
PGNiG	kupuj	2018-09-03	5,82	7,86	6,47	+21,5%	9,0	7,6	4,2	3,5
PKN Orlen	sprzedaj	2018-09-03	98,24	81,38	101,00	-19,4%	9,0	15,0	5,6	7,9
Energetyka						+17,3%	3,9	4,0	3,7	3,4
CEZ	sprzedaj	2018-07-04	550,00	440,96 CZK	567,50	-22,3%	21,4	19,9	8,5	8,4
Enea	kupuj	2018-05-29	9,57	12,62	8,00	+57,8%	3,8	3,0	3,8	3,3
Energa	kupuj	2018-09-03	8,40	15,27	7,82	+95,3%	3,9	4,0	3,3	3,1
PGE	kupuj	2018-05-29	9,28	13,60	9,52	+42,9%	5,8	5,7	3,6	3,4
Tauron	kupuj	2018-09-03	2,00	2,77	1,77	+56,5%	3,4	2,8	3,7	4,1
Telekomunikacja, media, IT						+12,5%	20,2	17,3	6,9	6,1
Netia	trzymaj	2018-10-01	4,50	4,30	4,50	-4,4%	40,9	49,4	5,4	5,7
Orange Polska	kupuj	2018-04-06	5,83	7,60	4,44	+71,2%	19,5	10,7	4,1	3,7
Play	trzymaj	2018-08-30	21,90	22,60	20,12	+12,3%	6,4	7,2	5,4	5,4
Agora	kupuj	2018-09-14	8,48	15,40	9,00	+71,1%	45,2	56,4	5,5	4,6
Cyfrowy Polsat	akumuluj	2018-06-15	22,76	24,90	22,24	+12,0%	13,0	11,0	6,9	6,1
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-09-03	57,00	60,00	51,60	+16,3%	20,2	17,3	11,0	9,2
Asseco Poland	akumuluj	2018-09-03	45,90	49,00	47,66	+2,8%	14,0	15,4	8,2	8,0
CD Projekt	sprzedaj	2018-04-06	114,90	90,80	187,30	-51,5%	90,2	27,1	71,6	21,0
Comarch	akumuluj	2018-10-01	167,00	180,50	167,00	+8,1%	25,1	18,7	8,3	7,6
Przemysł, surowce						+25,1%	14,6	6,4	6,5	4,7
Famur	kupuj	2018-08-02	5,20	6,56	5,60	+17,1%	17,6	13,9	7,7	6,9
Grupa Kęty	trzymaj	2018-09-03	387,50	367,45	384,50	-4,4%	14,0	13,2	9,5	8,9
JSW	kupuj	2018-09-03	77,00	98,00	66,20	+48,0%	4,0	5,2	2,0	2,2
Kemel	kupuj	2018-07-23	50,50	59,18	50,00	+18,4%	15,3	7,0	6,8	5,2
KGHM	kupuj	2018-09-03	90,80	104,21	89,10	+17,0%	7,6	5,9	4,5	3,3
Stelmet	kupuj	2018-09-03	11,35	20,45	8,38	+144,0%	16,0	5,5	6,2	4,1
Budownictwo						+29,4%	8,2	10,2	3,5	4,4
Budimex	trzymaj	2018-08-02	122,60	125,00	103,60	+20,7%	10,7	12,1	3,3	4,3
Elektrobudowa	kupuj	2018-09-26	32,80	45,00	36,00	+25,0%	-	9,6	-	4,6
Erbud	kupuj	2018-09-03	9,60	14,40	9,88	+45,7%	-	10,7	-	4,5
Unibep	kupuj	2018-04-06	7,50	10,10	5,00	+102,0%	5,7	4,9	3,8	2,9
Deweloperzy						+28,7%	6,8	7,1	7,4	7,3
Atal	kupuj	2018-07-04	36,40	42,86	32,00	+33,9%	6,5	6,9	6,0	6,4
Capital Park	kupuj	2018-04-06	5,95	8,35	5,60	+49,1%	11,1	9,3	17,8	17,1
Dom Development	kupuj	2018-08-02	72,80	87,80	68,00	+29,1%	7,1	7,4	5,8	6,3
Echo	kupuj	2018-04-06	5,23	5,63	4,33	+30,0%	5,9	5,4	7,0	7,2
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	8,25	+16,4%	9,9	8,6	14,4	13,6
LC Corp	kupuj	2018-06-22	2,39	3,58	2,48	+44,4%	6,0	5,5	7,8	7,4
Handel						+19,0%	26,6	18,2	13,2	10,9
AmRest	trzymaj	2018-09-03	406,00	426,00	449,50	-5,2%	47,4	37,2	15,5	12,4
CCC	kupuj	2018-06-06	242,80	295,00	220,00	+34,1%	28,8	17,0	16,3	11,4
Dino	trzymaj	2018-06-06	107,40	103,50	99,60	+3,9%	30,6	22,9	19,0	14,6
Eurocash	kupuj	2018-10-01	18,08	26,40	18,08	+46,0%	24,4	18,2	7,8	6,4
Jeronimo Martins	kupuj	2018-08-02	12,65	15,20 EUR	12,69	+19,8%	20,0	16,7	8,6	7,4
LPP	kupuj	2018-10-01	8 625	10 200	8 625	+18,3%	24,3	19,9	13,2	10,9
TXM	kupuj	2018-07-04	1,28	3,48	0,63	+452,4%	-	2,1	12,5	3,0
Inne						+14,9%	11,3	10,7	8,3	7,4
PBKM	kupuj	2018-10-01	57,80	66,40	57,80	+14,9%	11,3	10,7	8,3	7,4

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						13,9	9,5	5,2	4,5
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	12,35	-23,8%	14,7	12,8	6,5	5,3
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	24,20	-13,6%	14,0	12,8	9,4	8,6
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	10,90	-6,8%	10,0	9,5	4,4	4,0
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	3,13	-26,4%	7,3	6,6	4,7	4,5
Wasko	równoważ	2018-05-30	1,68	1,65	-1,8%	13,9	9,1	5,2	4,4
Spółki przemysłowe						8,4	8,4	6,2	5,8
Alumetal	równoważ	2018-08-23	51,00	44,35	-13,0%	7,9	8,6	6,4	6,7
Amica	przeważaj	2018-09-13	112,80	109,80	-2,7%	7,6	7,3	5,4	4,8
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	23,90	-0,4%	13,2	13,8	7,6	7,8
Boryszew	równoważ	2018-09-05	6,25	5,05	-19,2%	8,9	7,1	6,4	5,8
Elemental	równoważ	2018-04-27	1,09	1,49	+36,7%	6,0	5,2	5,5	4,9
Ergis	równoważ	2018-04-27	4,06	3,72	-8,4%	8,3	7,8	6,1	5,6
Forte	przeważaj	2018-07-27	40,60	43,00	+5,9%	16,0	11,5	10,9	9,0
Kruszwica	niedoważaj	2018-08-02	65,40	42,80	-34,6%	16,7	17,6	8,9	8,9
Mangata	równoważ	2018-10-01	65,40	65,40	+0,0%	8,3	10,0	6,2	6,5
Pfleiderer Group	równoważ	2018-09-28	36,45	34,60	-5,1%	17,0	16,9	6,3	5,9
Pozbud	przeważaj	2018-09-04	3,57	2,57	-28,0%	4,8	2,6	4,5	1,6
Tarczyński	równoważ	2018-05-30	14,50	15,00	+3,4%	8,5	8,1	5,8	5,4
Budownictwo						28,7	10,2	5,8	4,9
Elektrotim	równoważ	2018-09-27	4,20	4,15	-1,2%	44,4	11,9	5,7	5,0
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	2,51	-31,6%	7,9	5,5	4,6	3,8
Torpol	równoważ	2018-09-27	5,18	4,92	-5,0%	53,5	10,9	5,8	4,8
Trakcja	niedoważaj	2018-09-27	3,47	3,32	-4,3%	74,8	35,5	6,9	7,2
Ulma	równoważ	2018-05-28	73,00	67,50	-7,5%	8,4	8,1	3,3	3,2
ZUE	równoważ	2018-09-27	5,56	5,50	-1,1%	13,1	9,4	6,2	5,6
Deweloperzy						6,2	4,9	8,3	5,2
Archicom	przeważaj	2018-06-22	15,00	13,35	-11,0%	6,2	4,3	6,0	4,8
BBI Development	równoważ	2018-04-26	0,66	0,44	-33,3%	10,2	4,9	12,4	5,0
i2 Development	równoważ	2018-06-22	15,40	13,05	-15,3%	4,0	4,5	7,2	6,0
JWC	równoważ	2018-06-22	3,48	2,62	-24,7%	7,1	2,8	8,3	3,7
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-06-22	18,80	17,70	-5,9%	5,9	6,8	4,4	5,2
PA Nova	równoważ	2018-03-29	22,30	18,10	-18,8%	5,9	6,8	9,9	11,0
Polnord	niedoważaj	2018-06-22	9,04	9,38	+3,8%	-	-	-	-
Ronson	równoważ	2018-06-22	1,09	1,06	-2,8%	11,5	7,6	12,3	10,9
Handel						11,7	9,5	7,8	6,5
Bytom	przeważaj	2018-05-23	2,92	2,70	-7,5%	12,0	11,0	7,8	6,8
Monnari	równoważ	2018-07-13	6,60	5,90	-10,6%	9,0	8,4	3,6	3,1
Vistula	przeważaj	2018-05-23	4,79	4,08	-14,8%	11,7	9,5	8,0	6,5

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Agora	kupuj	kupuj	15,40 PLN	2018-09-14
Amica	przeważaj	przeważaj	- -	2018-09-13
AmRest	trzymaj	redukuj	426,00 PLN	2018-09-03
Asseco Poland	akumuluj	trzymaj	49,00 PLN	2018-09-03
Boryszew	równoważ	równoważ	- -	2018-09-05
Elektrobudowa	kupuj	trzymaj	45,00 PLN	2018-09-26
Elektrotim	równoważ	równoważ	- -	2018-09-27
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
Kruk	kupuj	kupuj	292,77 PLN	2018-09-17
Lotos	sprzedaj	sprzedaj	57,21 PLN	2018-09-03
Mangata	niedoważaj	równoważ	- -	2018-09-13
MOL	kupuj	akumuluj	3296,00 HUF	2018-09-03
Pfleiderer Group	równoważ	przeważaj	- -	2018-09-28
PGNiG	kupuj	kupuj	7,86 PLN	2018-09-03
PKN Orlen	sprzedaj	sprzedaj	81,38 PLN	2018-09-03
Polwax	zawieszona	kupuj	- -	2018-09-14
Pozbud	przeważaj	przeważaj	- -	2018-09-04
Santander Bank Polska	akumuluj	kupuj	430,00 PLN	2018-09-03
Skarbiec Holding	kupuj	kupuj	36,86 PLN	2018-08-31
Stelmet	kupuj	kupuj	20,45 PLN	2018-09-03
Tauron	kupuj	kupuj	2,77 PLN	2018-09-03
Torpol	równoważ	równoważ	- -	2018-09-27
Trakcja	niedoważaj	niedoważaj	- -	2018-09-27
Wirtualna Polska	akumuluj	kupuj	60,00 PLN	2018-09-03
ZUE	równoważ	równoważ	- -	2018-09-27

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Comarch	akumuluj	akumuluj	180,50 PLN	2018-10-01
Eurocash	kupuj	kupuj	26,40 PLN	2018-10-01
LPP	kupuj	akumuluj	10200,00 PLN	2018-10-01
Mangata	równoważ	niedoważaj	- -	2018-10-01
Netia	trzymaj	redukuj	4,30 PLN	2018-10-01
PBKM	kupuj	trzymaj	66,40 PLN	2018-10-01

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	5	5,4%	4	8,5%
redukuj	0	0,0%	0	0,0%
niedoważaj	3	3,3%	1	2,1%
trzymaj	10	10,9%	3	6,4%
równoważ	22	23,9%	8	17,0%
akumuluj	7	7,6%	4	8,5%
kupuj	36	39,1%	26	55,3%
przeważaj	9	9,8%	1	2,1%

Kalendarium wydarzeń

Data		Wydarzenie	
1 paź	10:30	Pfleiderer Group	Konferencja wynikowa 2Q'18 (InterContinental Hotel, Warszawa)
1 paź	10:30	Pfleiderer Group	Webcast http://platforma.livingmedia.pl/pfleiderer/180914001/
1 paź	13:00	Robyg	Konferencja wynikowa 2Q'18 (ROBYG Working Balance, Warszawa)
2 paź	09:00	PCC Rokita	Spotkania z Zarządem (Adgar Ochota, Al. Jerozolimskie 181B, Warszawa)
2 paź		Trans Polonia	Spotkania z Zarządem (Inner Value, ul. Wilcza 46, Warszawa) - wymagana rejestracja
3 paź	10:00	EnterAir	Konferencja wynikowa 2Q'18 (ul. Komitetu Obrony Robotników 74, Warszawa)
4-5 paź			mBank's European Financials Conference (InterContinental Warszawa Hotel) - wymagana rejestracja
5 paź		Nextbike	Spotkania z Zarządem (CC Group, ul. Marszałkowska 89, Warszawa) - wymagana rejestracja
22 paź		Kernel	Publikacja wyników za 4Q'18 (2Q'18)
24 paź		Asseco SEE	Publikacja wyników za 3Q'18
24 paź		Grupa Kęty	Publikacja wyników za 3Q'18
24 paź		Orange Polska	Publikacja wyników za 3Q'18
25 paź		Asseco BS	Publikacja wyników za 3Q'18
25 paź		Netia	Publikacja wyników za 3Q'18
25 paź		PKN Orlen	Publikacja wyników za 3Q'18
26 paź		Dom Dev.	Publikacja wyników za 3Q'18
28 paź		Kruk	Publikacja wyników za 3Q'18
29 paź		Millennium	Publikacja wyników za 3Q'18
30 paź		Budimex	Publikacja wyników za 3Q'18
30 paź		GPW	Publikacja wyników za 3Q'18
30 paź		Lotos	Publikacja wyników za 3Q'18
30 paź		mBank	Publikacja wyników za 3Q'18
31 paź		BZ WBK	Publikacja wyników za 3Q'18
31 paź		Cognor	Publikacja wyników za 3Q'18
31 paź		MOL	Publikacja wyników za 3Q'18

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w sierpniu o 5,0% r/r, szybciej od naszej prognozy i zgodnie z konsensusem rynkowym. Jest to wynik związany w dużej mierze z wynikami przetwórstwa przemysłowego (+5,4% r/r) i w związku z tym cały odczyt należy oceniać jako dobry. Efekt dni roboczych i zawirowań koniunktury okazał się słabszy niż oczekiwaliśmy; w szczególności mało „szkodliwa” okazała się baza statystyczna sprzed roku. Czysto arytmetycznie, wrześniowy odczyt powinien być jeszcze słabszy z uwagi na pogłębienie negatywnej różnicy w dniach roboczych. Nieco lepszy odczyt sierpniowy implikuje jednak, że spowalnianie dynamiki PKB jest bardzo umiarkowane (4,8% r/r w III kwartale wydaje się rozsądnym szacunkiem). Kolejne miesiące będą wyjątkowo ciekawe, gdyż gospodarka będzie testować zakłócenia w łańcuchach dostaw powodowane przez cła (póki co temat ma znaczenie marginalne, ale może mieć wpływ na zachowanie podmiotów gospodarczych). Wciąż nie widać też zakończenia okresu niższego wzrostu w strefie euro, gdzie cyklicznie wciąż podłączona jest większość polskich gałęzi przemysłowych. Produkcja budowlano-montażowa w sierpniu wraca do lepszych wyników, po słabszym lipcu, rosnąc o 20,0% w ujęciu rocznym. Jest to wynik wyższy od konsensusu (19,0%), jednak nie aż tak optymistyczny jak się spodziewaliśmy (22,0%). Po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym, agregat w ujęciu miesięcznym wzrósł o 1,6%. Największy wzrost miesięczny odnotowano w budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej (10,6% w porównaniu z lipcem br.), co może być związane bezpośrednio z kalendarzem wyborczym. Należy wciąż pamiętać o ograniczeniach podaży, które przy następnych odczytach mogą być coraz bardziej widoczne w tym sektorze (brak pracowników, problemy z rozstrzygnięciem przetargów o niedostosowanych kosztorysach). Ceny producentów wzrosły w sierpniu o 3,0% r/r (nasza prognoza 2,8%, konsensus 3,0%). Nieco więcej niż zwykle przyrosły ceny w sekcji dystrybucji mediów (+0,6% m/m), co jest bezpośrednio związane z podwyżkami cen gazu dla gospodarstw domowych. Po wyłączeniu zmian cen nośników energii, ceny w przetwórstwie nie zmieniły się w ujęciu miesięcznym (dynamika 0%). Skutkuje to delikatnym spadkiem wskaźnika rocznego, zgodnie zresztą z zaobserwowaną aprecjacją złota. Po sierpniowych danych można więc śmiało stwierdzić, że na froncie cenowym wśród firm nie dzieje się nic nowego. Wciąż poruszają się one w rytmie wyznaczanym przez kurs walutowy.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w sierpniu o 3,4% r/r – poniżej naszej prognozy i konsensusu rynkowego. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie spadło o 2 tys. etatów, co należy uznać za wynik słaby. Uważamy, że zatrudnienie spada przy wysokim popycie na pracę z uwagi na czynniki podaży. Niska stopa bezrobocia implikuje, że jego frykcyjna część jest na minimalnym poziomie stąd poszukiwanie pracowników trwa dłużej. Z punktu widzenia statystyki podobny strumień zatrudnionych znajduje pracę na przestrzeni dłuższego odcinka czasu. Z tego względu średnie przyrosty miesięczne muszą być niższe, a z uwagi na tendencje sezonowe zdarzać się mogą odczyty ujemne – jak ten sierpniowy. Z biegiem czasu powinno to podbijać dynamikę płac. Spadek dynamiki płac do 6,8% w sierpniu podany przez GUS był zgodny z naszą prognozą i jest wynikiem splotu efektów bazy w górnictwie sprzed roku oraz pewnej korekty w transporcie i handlu. W tym momencie nie ma wiarygodnych przesłanek aby twierdzić, że dynamika płac będzie wygasać. Wręcz przeciwnie, z uwagi na nierównowagę popytu i podaży tempo wzrostu wynagrodzeń powinno w kolejnych miesiącach przyspieszać. Dane zostaną zignorowane przez RPP. Rada stoi na stanowisku, że płace

rosną w odpowiednim dla gospodarki tempie i nie będzie wrażliwa nawet na sporo wyższe odczyty. Pierwszym panaceum na wyższe płace jest przekonanie RPP o silnych wzrostach produktywności pracy. Drugim przeświadczenie o nieprzerwanym i niewyczerpywalnym strumieniu migracji zarobkowej. Odczyt niższy zostanie odczytany jako po prostu przypadkowy, choć różnica pomiędzy 7% i 6,8% jest z punktu widzenia wpływu na procesy gospodarcze marginalna.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła w sierpniu realnie o 6,7% (9,0% nominalnie), a więc w tempie zbliżony do konsensusu rynkowego, ale poniżej naszej prognozy. Zaskoczeniem jest dla nas przede wszystkim niska sprzedaż samochodów, która w zasadzie nie odbiega od wartości implikowanych przez dni robocze. Wygląda na to, że potężny wzrost rejestracji nowych samochodów (z doniesień prasowych wiadomo, że to salony samochodowe rejestrowały samochody na potęgę, aby zdążyć przed nową normą EURO) nie przełożył się na wyniki sprzedaży. Być może konsumenci czekają, aż de facto już używane samochody potanieją. Wśród innych kategorii widzimy odreagowanie na sprzedaży żywności i w sklepach niewyspecjalizowanych, jednak póki co nie powróciły one do poprzednich wzrostów. Być może to kombinacja wakacji i wolnych niedziel handlowych. Czekamy na dalsze informacje. Szerszy obraz pozostaje wciąż bardzo dobry. Póki co średnia dynamika realnej sprzedaży przekracza w III kwartale tę z poprzedniego kwartału; nawet biorąc pod uwagę oczekiwany słabszy wrzesień (dni robocze), konsumpcja towarów w zasadzie nie spowalnia. W sierpniu po raz kolejny wzrósł deflator sprzedaży detalicznej i obecnie ceny sprzedaży rosną szybciej od inflacji CPI. Przyspieszająca inflacja cen towarów będzie kolejnym elementem układanki sugerującym prawdopodobieństwo silniejszego przyspieszenia inflacji bazowej w przyszłości. Naszym zdaniem cały czas silna sprzedaż towarów (patrz po wyłączeniu paliw i żywności) to podbudowa dla myślenia o silnym popycie wewnętrznym i PKB obniżającym się w zasadzie głównie z powodu ujemnego eksportu netto (z uwagi na wylewanie się wspomnianego popytu za granicę). Przyspieszenie cen związane z taką strukturą powinno być w pierwszej kolejności widoczne na towarach i aktualnie właśnie to obserwujemy. Przed nami jednak jeszcze spadki inflacji CPI powodowane efektami bazy i jest mocno wątpliwe, że inwestorzy będą w stanie je przeskoczyć i skupić się na dłuższej perspektywie i wspomnianych mechanizmach.

Inflacja

Finalne dane o inflacji potwierdziły odczyt flash. Inflacja w sierpniu wzrosła o 2,0% r/r, czyli utrzymała się na poziomie sprzed miesiąca. Kompozycja inflacji nie zmieniła się względem odczytu flash w zakresie kategorii nie-bazowych. Umiarkowanie spadły (m/m) ceny żywności i paliw, podniosły się ceny energii, gdzie wliczona została podwyżka cen gazu. Dużo ciekawiej jest po stronie kategorii bazowych. Wyłączając „skaczące” kategorie w postaci łączności (+0,4% m/m), widzimy potwierdzenie lekkiego trendu wzrostowego w kategorii odzież, edukacja, restauracje i hotele. Jednocześnie kategorie „inne” (tu w górę poszybowały przede wszystkim stawki ubezpieczeń), „rekreacja i kultura” wyglądają, jakby właśnie zakończyły się w nich trendy spadkowe w ujęciu rocznym. Czekaliśmy na to od dawna. Kolejny odczyt inflacji powinien uplasować się w okolicy 1,8-1,9% i główną przyczyną są tu efekty bazowe na żywności oraz paliwach. Jednocześnie miarowo (o 0,1p.p., czasem o 0,2p.p.) powinna przyspieszać inflacja bazowa, zgodnie zresztą z naszymi wcześniejszymi przewidywaniami. Dopóki inflacja bazowa jest niska, a wskaźnik liczony z pełnego koszyka spada (scenariusz bazowy na kolejne miesiące), RPP będzie czuła się komfortowo z bieżącymi

stopami procentowymi oraz aktualną retoryką. Górka inflacyjna w połączeniu z nieznacznym hamowaniem dynamiki PKB utrzymają to status quo jeszcze przez długie miesiące. Procesy powodujące obecny wzrost inflacji bazowej i hamowanie PKB (powiększanie deficytu handlowego przy stagnacji inwestycji prywatnych) prowadzić będą jednak, w połączeniu z bardzo prawdopodobnymi podwyżkami cen energii elektrycznej przynajmniej dla firm w 2019 roku, do wyjścia inflacji poza cel i podwyżki stóp procentowych pod koniec 2019 roku. Jest to jednak scenariusz na tyle odległy i wybiegający poprzedzający go epizod spadku inflacji CPI, że raczej nie będzie na razie brany pod uwagę przez uczestników rynków.

mBank Research

(E. Pytlarczyk, M. Mazurek, P. Bartkiewicz, M. Zdrolik)

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. Brak fuzji z Pekao powinno poprawić morale w Spółce, a przez co przełożyć się na wolumeny i wyniki. Zarząd ogłosił, że wraz z wynikami za 3Q'18 pozytywnie zrewiduje swoje oczekiwania odnośnie przyszłych wyników. 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. i jest dobrym prognostykiem osiągnięcia na koniec roku zapowiadanej przez Alior marży odsetkowej na poziomie 4,6%. Uważamy, że wyniki za 1H'18 powinny pozwolić Alior Bankowi na przekroczenie średnich oczekiwań rynkowych zysku netto na poziomie 778 mln PLN. Alior Bank pozostaje nadal najbardziej niedowartościowanym bankiem w polskim sektorze bankowym, a zarazem jest jednym z naszych „top-pick”.

Cena bieżąca

63,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

109,00 PLN

+73,0%

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

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	-13,3%	-11,6%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-20,8%	-13,3%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M		21,4 mln PLN
MC (mln PLN)	8 143,2	Średni obrót 6M		17,5 mln PLN
		P/E 12M fwd	9,2	-34,3%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	13,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 946	3 601	3 157	3 500
WNDB	3 241	3 797	4 125	4 505
Koszty	-1 619	-1 930	-1 631	-1 688
Saldo rezerw	-800	-930	-1 046	-1 122
Zysk netto	618	515	948	1 130
P/E	10,3	15,8	8,6	7,2
P/BV	1,3	1,2	1,0	0,9
ROE	12,7%	7,9%	12,8%	13,0%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%

RZiS

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	17 036
Zyski ekonomiczne	50%	15 074
Średnia wartość godziwa		16 055
na akcję (PLN)		124,21
Podatek bankowy		-21,74
Wartość godziwa na akcję		102,47
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		109,00

Getin Noble Bank trzymaj (bez zmian)

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

GNB zaraportował stratę na poziomie 116,1 mln PLN w 2Q'18. Strata wynikała głównie z odpisów na poziomie 73,7 mln PLN na aktywa przeznaczone do sprzedaży (NPL). W naszych prognozach założyliśmy emisję akcji (dodatkowe 490 mln PLN), ale nie włączamy dodatkowych instrumentów Tier 1. Emisja tych instrumentów na atrakcyjnych warunkach jest w znaczącej części zależna od poprawy wyników banków w kolejnych latach. Uważamy, że w 2019 roku emisja taka może być utrudniona ze względu na wyniki banku, które bez zdarzeń jednorazowych (utrata kontroli nad Noble Securities) w 2018 roku nadal będą ujemne. Dodatkowo na niesprzyjające warunki do emisji instrumentów Tier 1 wskazywał Erste Bank, który odroczył swoje plany emisji. Jednocześnie brak emisji instrumentów Tier 1 spowoduje dojście banku do minimalnych wymaganych wskaźników wypłacalności dopiero w 2020 roku.

Cena bieżąca	0,57 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	1,40 PLN	+145,6%

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

Podstawowe dane			GNB PW	vs. WIG
Ticker	GNB PW	Zmiana 1M	-41,8%	-40,2%
ISIN	PLGETBK00012	Zmiana YTD	-64,8%	-57,3%
Liczba akcji (mln)	1 044,6	Średni obrót 1M	2,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	595,4	Średni obrót 6M	1,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	5,6	-56,1%
Free float	49,8%	P/E 5Y avg	12,8	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	-	-	11,5	4,3	1,8
P/BV	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
ROE	-	-	1,1%	3,0%	6,5%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	3 801
Zyski ekonomiczne	50%	3 751
Średnia wartość godziwa 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. Przez ostatnie 6 miesięcy oczekiwania odnośnie zysku netto Banku Handlowego wzrosły o 4,3% na 2018 rok, ale spadły o 2,7% na 2019. Uważamy, że konsensus zysku netto jak i dywidendy jest nadal lekko 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 zasługuje na znaczącą premię do reszty sektora.

Cena bieżąca	77,20 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	94,00 PLN	+21,8%

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

Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	+2,9%	+4,6%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-0,7%	+6,8%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	6,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 086,9	Średni obrót 6M	2,8 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,9	-5,9%
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	16,8	18,8	16,0	13,1
P/BV	1,5	1,5	1,4	1,4
ROE	8,8%	7,8%	9,1%	10,9%
DPS	4,68	4,60	4,10	4,84
DYield	6,1%	6,0%	5,3%	6,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%

RZiS

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	1 196	9%
Korekta o PV	606	5%
Etap II (2020-34)	8 552	64%
Etap III (2035-54)	2 399	18%
Wartość 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. 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 przejęcia Union Investment TFI oraz pakietu kontrolnego w NN TFI. Uważamy, że bank byłby w stanie sfinansować transakcję z kapitału nadwyżkowego, ale najprawdopodobniej kosztem dywidendy. 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.

Cena bieżąca	182,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	212,00 PLN	+16,0%

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

Podstawowe dane		ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	-4,8% -3,1%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	-9,7% -2,2%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	1,3 mln PLN
MC (mln PLN)	23 782,3	Średni obrót 6M	1,8 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,0 -11,0%
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	19,0	16,9	15,1	13,3	12,3
P/BV	2,3	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%	2,2%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	32 194
Zyski ekonomiczne	50%	30 547
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		31 371
Podatek bankowy		-41,83
Wartość godziwa na akcję		199,29
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		212,00

Millennium 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 spośród 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 byłibyśmy 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.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 365	1 506	1 696	1 797	1 935
Wynik prowizyjny	596	581	664	686	709
Wynik handlowy	220	491	220	216	220
Pozostałe przychody netto	58	51	70	76	78
Wynik pozaodsetkowy	874	1 122	953	978	1 007
WNDB	2 239	2 628	2 650	2 774	2 943
Koszty operacyjne	1 309	1 268	1 281	1 320	1 365
Zysk operacyjny	930	1 360	1 369	1 454	1 578
Saldo rezerw	241	231	255	278	298
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	688	1 127	1 114	1 176	1 280
Podatek	141	252	244	259	282
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	0	174	188	196	204
Zysk netto	547	701	681	722	794

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	195	2%
Korekta o PV	605	5%
Etap II (2020-34)	8 372	76%
Etap III (2035-54)	1 402	13%
Wartość 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

Cena bieżąca

9,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,00 PLN

-24,3%

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

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	+0,7%	+2,3%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	+3,5%	+11,0%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M		11,7 mln PLN
MC (mln PLN)	11 221,3	Średni obrót 6M		6,7 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,7	+5,0%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	13,0	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	16,0	16,5	15,5	14,1
P/BV	1,6	1,4	1,3	1,2
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%	1,6%
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%

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%

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 powinien istotnie wspierać dynamiki kredytów w 2H'18 roku. Szacujemy, że wzrost kredytów w Banku Pekao przekroczy 10% R/R w 2018 roku, pierwszy raz od 2004 roku. Jednocześnie uważamy, że wyniki po 1H'18 spowodują lekki spadek konsensusu prognoz na 2018 rok, ale praktycznie nie zmieniają perspektyw na 2019. Uważamy, że rynek nie wzię pod uwagę zdarzeń jednorazowych, które miały miejsce w pierwszej połowie roku. Katalizatorem dla wzrostu kursu akcji Pekao powinny być rosnące wolumeny kredytowe, dalsza restrukturyzacja zatrudnienia, nowa oferta produktowa, dywidenda, ale również wejście na ścieżkę realizacji ROE na poziomie 14% założonym w strategii banku na 2020 rok.

Cena bieżąca	106,20 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	157,00 PLN	+47,8%

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

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	-5,1%	-3,4%
ISIN	PLPEKAO00016	Zmiana YTD	-12,7%	-5,2%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	105,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	27 874,3	Średni obrót 6M	82,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,2	-28,6%
Free float	49,9%	P/E 5Y avg	15,7	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	12,2	11,3	12,8	10,5
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,1
ROE	9,8%	10,7%	9,4%	11,1%
DPS	8,70	8,68	7,90	8,32
DYield	8,2%	8,2%	7,4%	7,8%
Zmiana prognoz			2018P	2019P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

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 3 580,9 mln PLN). Jednocześnie bardzo pozytywnie postrzegamy sprzedaż produktów detalicznych, które w przypadku kredytów hipotecznych i konsumenckich osiągnęły poziom po 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

42,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

38,00 PLN

-11,4%

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

Podstawowe dane			PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+4,3%	+5,9%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-2,0%	+5,5%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	125,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	53 625,0	Średni obrót 6M	89,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	13,8	+4,0%
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	18,7	17,3	16,2	13,5
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%	1,5%
Zmiana prognoz			2018P	2019P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%

RZiS

(mln 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

Santander Bank Polska akumuluj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian rekomendację akumuluj dla Santander Bank Polska. Chociaż nadal widzimy potencjał wzrostu dla akcji Santander Bank Polska 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 Santander Bank Polska) oznacza, że aby nie ponieść dalszej straty na transakcji DB może sprzedaż pozostały udział w Santander Bank Polska (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 Santander Bank Polska zaskoczył chęcią wypłaty zysku niepodzielonego z lat 2016-17 wraz z dywidendą za rok 2018. Oceniamy łączny DPS na poziomie 25,6 PLN/akcję, a wskaźnik DYield na 7%. Niemniej jednak podkreślamy, że pomimo wstępnych konsultacji Zarządu Santander Bank Polska z KNF odnośnie wypłaty dywidendy w 2019 rok finalna rekomendacja będzie należeć do nadzorczy.

Cena bieżąca	375,60 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	430,00 PLN	+14,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	430,00 PLN	2018-09-03

Podstawowe dane			SPL PW	vs. WIG
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	+2,4%	+4,0%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	-5,2%	+2,3%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	36,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	37 272,5	Średni obrót 6M	21,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,1	-4,8%
Free float	30,0%	P/E 5Y avg	14,8	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	16,8	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 zał	55	58	58	58	58
Wynik brutto	3 509	3 759	4 272	5 229	5 883
Podatek	738	817	897	1 098	1 235
Zyski mniejszościowych	-217	-305	-350	-379	-408
Podatek bankowy	-387	-424	-465	-599	-645
Zysk netto	2 167	2 213	2 560	3 152	3 595

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	48 557
Zyski ekonomiczne	50%	46 435
Średnia wartość godziwa		47 496
na akcję (PLN)		478,62
Podatek bankowy		-74,39
Wartość godziwa na akcję		404,23
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		430,00

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 4%. Wysoka rentowność Komercni Banka przekłada się na wskaźnik DYield na poziomie około 5% (przy wypłacie 55% zysku netto) w kolejnych dwóch latach. Wobec polskiego sektora bankowego 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 Santander Bank Polska. Obecna wycena rynkowa stwarza okazję inwestycyjną.

Cena bieżąca

911,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

1 111,00 CZK

+22,0%

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

Podstawowe dane			KOMB CP	vs. WIG
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	-4,1%	-2,4%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+5,0%	+12,4%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	161,9 mln CZK	
MC (mld CZK)	172,0	Średni obrót 6M	125,8 mln CZK	
		P/E 12M fwd	12,5	-10,5%
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	12,6	11,5	11,7	9,9
P/BV	1,7	1,8	1,5	1,4
ROE	13,4%	15,0%	13,8%	14,2%
DPS	62,00	40,00	47,00	43,00
DYield	6,8%	4,4%	5,2%	4,7%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

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

Model zysków ekonomicznych

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

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

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%

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 4,0%.

Cena bieżąca	35,78 EUR	potencjał zmiany
Cena docelowa	43,00 EUR	+20,2%

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

Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	-3,2%	-1,5%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+2,5%	+10,0%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	27,5 mln EUR	
MC (mln EUR)	15 378,2	Średni obrót 6M	26,0 mln EUR	
		P/E 12M fwd	10,3	-10,8%
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	12,2	11,7	10,2	10,2	9,5
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	1,4%	2,8%	3,4%	4,1%	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 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				P/E		BV	P/BV
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	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 na akcję (EUR)		17 607 40,97
Koszt kapitału 9M		5,0%
Cena docelowa za 9M (EUR)		43,00

OTP Bank kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla OTP Banku. Oceniamy bardzo pozytywnie wyniki za 2Q'18. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wyniki spowodowały wzrost konsensusu dla OTP na rok obecny. Jeżeli OTP Bank powtórzyłby 2Q'18 w pozostałych kwartałach roku to wynik netto powinien wzrosnąć do 336,2 mld HUF wobec bieżącego konsensusu na poziomie 287 mld HUF. Uważamy, że taki scenariusz jest dość optymistyczny ze względu na bardzo niskie saldo rezerw, które w dłuższym okresie jest nie do utrzymania. 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 po 2018 roku 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. 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

10 320,00 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

12 090,00 HUF

+17,2%

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

Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	0,0%	+1,7%
ISIN	HU00000061726	Zmiana YTD	-1,7%	+5,8%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	5,6 mld HUF	
MC (mld HUF)	2 755,8	Średni obrót 6M	5,1 mld HUF	
		P/E 12M fwd	9,7	-5,6%
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	13,6	9,8	10,5	9,6
P/BV	1,9	1,7	1,5	1,4
ROE	15,3%	18,4%	15,3%	15,1%
DPS	173,01	199,22	253,21	260,44
DYield	1,7%	1,9%	2,5%	2,5%
Zmiana prognoz			2018P	2019P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%

RZIS

(mld HUF)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	553	522	547	605	629
Wynik prowizyjny	167	176	209	220	230
Pozostały	39	40	53	61	64
WNDB	759	738	809	885	922
Koszty działalności operacj	392	400	442	463	466
Wynik operacyjny	367	338	367	422	456
Saldo rezerw	221	93	46	75	79
Zysk brutto	146	245	321	347	378
Podatek dochodowy	26	44	37	69	76
Zysk netto dywizji	120	201	284	278	302
Odpis WNIP	7	12	-6	0	0
Podatek bankowy	-29	-14	-15	-15	-16
Inne	6	6	15	0	0
Zyski mniejszościowych	-40	-3	0	0	0
Zysk netto	64	202	281	263	287

Bilans

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

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017	2018P	2019P
NIM	5,1%	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%
C/I	51,7%	54,2%	54,6%	52,3%	50,5%
CoR	3,3%	1,4%	0,6%	0,9%	0,9%
NPL Ratio	17,4%	15,2%	9,2%	12,9%	13,7%
Tier 1	13,3%	13,5%	12,7%	16,3%	17,1%

Wycena sumą części (SOTP)

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

Podsumowanie wyceny

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

PZU 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. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami ogłoszone wyniki doprowadziły do lekkiej pozytywnej rewizji konsensusu na rok obecny, który obecnie jest w pełni zgodny z naszymi oczekiwaniami. 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 2,72 PLN/akcję w 2019 oraz 2,97 PLN / akcję w 2020 roku oraz wskaźnik DYield w przedziale 6,6%-7,3%. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj oraz cenę docelową na PZU chociaż uważamy, że potencjał wzrostu jest już ograniczony.

Cena bieżąca	39,70 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	47,50 PLN	+19,6%

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

Podstawowe dane		PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	+0,5% +2,2%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	+0,1% +7,6%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	104,8 mln PLN
MC (mln PLN)	34 281,9	Średni obrót 6M	69,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	10,6 -14,9%
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	-14 860	-14 907	-15 137
Wynik inw.	1 300	1 895	1 340	1 391	1 399
Koszty razem	-4 246	-4 511	-4 688	-4 901	-5 032
Zysk netto	1 954	2 910	3 075	3 399	3 620
P/E	17,7	11,8	11,1	10,0	9,4
P/BV	2,6	2,3	2,2	2,1	1,9
ROE	15,1%	21,1%	20,4%	21,1%	21,1%
DPS	2,08	1,40	2,70	2,67	2,97
DYield	5,2%	3,5%	6,8%	6,7%	7,5%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Składka przypisana brutto		0,0%	0,0%	0,0%	
Odszkodowania		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik inwestycyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	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

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. Uważamy, że pomimo ostatnich wzrostów, wycena Spółki znajduje się nadal na wyjątkowo atrakcyjnym poziomie. Za inwestycją w walory Kruka obecnie przemawia i) poprawa operacji we Włoszech, ii) oczekiwane rekordowe zakupy na rynku polskim, iii) atrakcyjna wycena porównawcza, iv) niskie ryzyko związane z finansowaniem, v) nadchodzące pozytywne rewizje konsensusu (11%-12% na lata 2019-20), vi) ryzyko regulacyjne pod kontrolą. Zwracamy również uwagę, że cena akcji znajduje się znacząco poniżej 6-miesięcznej średniej (218 PLN/akcję), która będzie minimum przy potencjalnym wezwaniu przez strategicznego inwestora. Finalnie, analiza forward P/E oraz Fair forward P/E (oparte na cenie docelowej) wskazuje, że analitycy widzą znaczący potencjał wzrostu dla spółek porównywalnych w Europie. Uważamy, że w momencie poprawy sentymentu Kruk powinien zyskiwać bardziej niż zachodnioeuropejscy konkurenci ze względu na historyczną premię oraz wyższą dynamikę wyników.

Cena bieżąca

201,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

292,77 PLN

+45,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	292,77 PLN	2018-09-17

Podstawowe dane			KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	-7,5%	-5,8%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	-21,6%	-14,1%
Liczba akcji (mln)	18,9	Średni obrót 1M	12,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 797,0	Średni obrót 6M	14,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,5	-25,0%
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	1 241	1 429	1 645
z zakupu wierzyt.	725	972	1 150	1 327	1 533
z inkasa	32	59	65	72	75
Koszty operacyjne	-117	-148	-168	-186	-214
Zysk netto	249	295	353	418	457
P/E	14,9	12,8	10,7	9,1	8,3
P/BV	3,0	2,6	2,2	1,9	1,7
ROE	24,6%	21,9%	22,1%	22,4%	21,6%
DPS	7,66	6,21	5,00	8,43	11,09
DYield	3,8%	3,1%	2,5%	4,2%	5,5%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Nabyte pakiety wierzytelności		0,0%	0,0%	0,0%	
Usługi windykacyjne		0,0%	0,0%	0,0%	
Pozostałe produkty		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty ogólne		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZIS

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

Wycena DDM oraz EVA

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

Podsumowanie DCF

	(mln PLN)
Suma FCF	220
Wartość rezydualna (TV)	9 853
Wzrost FCF po prognozie	3,3%
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	5 717
Wartość firmy (EV)	5 937
Dług netto	1 379
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wartość firmy na 01/2017	4 558
Korekta o wartość pieniądza w czasie	27
Obecna wartość godziwa	4 585
Ilość akcji (mln)	18,7
Wartość firmy na akcję (PLN)	244,62

Podsumowanie wyceny

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

Wycena na akcję

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

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 Skarbcu w przeszłości oraz współpraca z Trigon TFI. Jesteśmy zaniepokojeni uwagami zgłoszonymi przez NBP do projektu, które sugerują obniżenie opłaty do 1,5%, ale uważamy, że będą one przedmiotem głębokiej debaty z rynkiem. 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 otrzymywał 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 Skarbcu 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 13-20%.

Cena bieżąca	25,70 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	36,86 PLN	+43,4%

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

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	-3,4%	-1,7%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	-7,2%	+0,3%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	175,3	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	8,6	+5,0%
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	5,4	9,0	8,0	7,6	7,7
P/BV	1,7	2,0	1,9	1,9	1,9
ROE	34,1%	20,6%	24,4%	25,3%	25,0%
DPS	3,08	4,57	3,00	3,30	3,36
DYield	12,0%	17,8%	11,7%	12,8%	13,1%
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 pracowni	-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

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 absorpcję nowych mocy produkcyjnych z Turcji. 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 1H'18 podtrzymał swoje oczekiwania odnośnie wzrostu cen sody w 2019 roku. Wyższe ceny argumentowane są rosnącymi kosztami surowców oraz otwarciem nowych hut w Polsce (wzrost mocy o ponad 5% w 2019 roku). Grupa Ciech obecnie notowana jest z około 30% dyskontem na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA do swoich 3-letnich średnich oraz z około 27-53% dyskontem do spółek porównywalnych. Pozostawiamy naszą wycenę oraz rekomendację bez zmian (kupuj; 82,52 PLN/akcja).

Cena bieżąca

47,40 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

82,52 PLN

+74,1%

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

Podstawowe dane			CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	-14,8%	-13,2%
ISIN	PLCIECH00018	Zmiana YTD	-5,2%	+2,3%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	6,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 498,0	Średni obrót 6M	5,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 799,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,5	-12,1%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	3 455	3 579	3 760	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.	4,3	6,7	7,4	7,0	6,2
P/BV	1,4	1,1	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA skor.	4,1	4,2	5,1	4,7	4,3
DPS	2,85	0,00	7,50	3,52	4,41
DYield	6,0%	0,0%	15,8%	7,4%	9,3%
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 kokсовy (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA soda	799	704	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%

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%

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%

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 (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Producenci nawozów w Europie zmagają się od początku 2018 roku z wyższymi cenami gazu ziemnego 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 przebiega to wolniej niż można było oczekiwać. Naszym zdaniem w 3Q'18 Grupa Azoty będzie kontynuowała spadkowy trend rezultatów, ale ten nie będzie już tak dynamiczny jak w 2Q'18. Naszym zdaniem słabe wyniki Grupy Azoty w 1H'18 oraz przejęcie Compo Expert zostały już zdyskontowane przez rynek. Spółka jest obecnie notowana z 10-25% dyskontem do swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA, co według nas może być argumentem do technicznego odbicia w październiku. Nie zmieniamy naszej rekomendacji (trzymaj), a cenę docelową pozostawiamy bez zmian (41,13 PLN/akcja).

Cena bieżąca

31,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

41,13 PLN

+30,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	41,13 PLN	2018-09-03

Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-24,1%	-22,5%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	-53,8%	-46,3%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M		4,4 mln PLN
MC (mln PLN)	3 134,6	Średni obrót 6M		2,8 mln PLN
EV (mln PLN)	4 801,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-35,5%
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.	8,1	5,7	12,6	12,6	11,8
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA skor.	3,9	3,2	5,0	5,2	5,7
DPS	0,84	0,79	1,20	0,68	0,75
DYield	2,7%	2,5%	3,8%	2,1%	2,4%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Saletra (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Melamina (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Poliamid 6 (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Propylen (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA nawozy	600	484	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%

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%

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%

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

Paliwa Lotos sprzedaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klischcz@mbank.pl

Podtrzymujemy naszą opinię, iż znajdujemy się w spadkowej fazie cyklu w sektorze rafineryjnym, a takie odbicia marż jak to widoczne w sierpniu mają raczej charakter krótkoterminowy. W naszym scenariuszu implikowany na przyszły rok wskaźnik EV/EBITDA LIFO przekracza już poziom 7,0x, co wskazuje na mocno rozbudzone oczekiwania dotyczące wyników. Wycena aktywów rafineryjnych LTS zbliża się już powoli do kosztów projektów greenfield tej wielkości. Tymczasem aktualne odczyty cracków produktowych raczej nakazują ostrożność, szczególnie w kontekście opóźnień w projekcie EFRA i możliwej presji na marżę detaliczną wraz z wejściem w życie nowego podatku środowiskowego od stycznia. Przypominamy, że Orlen i Lotos zgodnie zaoferowały chęć sfinansowania tego obciążenia z własnych zysków (łączny koszt opłaty dla całego rynku to 2 mld PLN, a udział Lotosu w detalu to około 15%) i nawet jeśli ten wpływ będzie chwilowy to może odcisnąć piętno na reputacji. Wysokie wskaźniki wyceny dziwią tym bardziej, że 40% EBITDA Grupy jest generowane w segmencie wydobywczym, w dużym stopniu opartym na wysoko opodatkowanej produkcji w Norwegii. Z tego też powodu, mimo iż na poziomie EBITDA Spółka jest teoretycznie zabezpieczona naturalnie przed obecnymi skokowymi wzrostami cen gazu (zużycie w rafinerii to około 0,6 mld m³ rocznie), to z punktu widzenia zysku netto nie jest to już takie oczywiste. Nie można też całkowicie lekceważyć ryzyka blokowania fuzji z PKN przez KE (lub ustalenia wymagających warunków połączenia), szczególnie mając na uwadze ostatnie krytyczne uwagi BP Polska (z podobnymi uwagami mogą wystąpić pozostali operatorzy stacji paliw lub niezależnie hurtownicy). Rekomendacja sprzedaj pozostaje bez zmian.

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

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%

Cena bieżąca

75,08 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

57,21 PLN

-23,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	57,21 PLN	2018-09-03

Podstawowe dane		LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	+16,9% +18,6%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	+32,4% +39,9%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	31,0 mln PLN
MC (mln PLN)	13 880,3	Średni obrót 6M	18,3 mln PLN
EV (mln PLN)	17 378,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,6 -5,7%
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	13,7	8,3	10,5	14,8	13,0
P/BV	1,6	1,3	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	6,4	5,3	5,7	7,0	5,7
DPS	0,00	1,00	1,00	2,15	1,52
DYield	0,0%	1,3%	1,3%	2,9%	2,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA LIFO		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Brent (USD/Bbl)		0,0%	0,0%	0,0%	
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)		0,0%	0,0%	0,0%	
USD/PLN		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	2 654	3 127	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

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

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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wrzesień nie przyniósł wielkich zmian w notowaniach MOL-a, mimo że w międzyczasie zanotowaliśmy kolejne szczyty na cenach ropy i gazu w Europie. Teoretycznie ekspozycja koncernu na aktualne otoczenie makro wydaje się korzystniejsza niż w przypadku PKN (segment wydobywczy powinien w znacznym stopniu kompensować ubytek wyników w rafinerii i petrochemii), a dysproporcja na wskaźniku EV/EBITDA LIFO systematycznie się powiększa i sięga już ponad 40%. Trudno też zdiagnozować jakieś szczególne ryzyka polityczne/korporacyjne, które w przypadku PKN są póki co ignorowane (ewentualne blokowanie przejęcia Lotosu, wysoki koszt tej akwizycji, deklaracje o finansowaniu opłaty środowiskowej). Przypominamy również, 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. Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

3 000 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

3 296 HUF

+9,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	3 296 HUF	2018-09-03

Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	+11,4%	+13,1%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	+2,7%	+10,2%
Skor. I. akcji (mln)	738,1	Średni obrót 1M	2 261,6 mln HUF	
MC (mln HUF)	2 214 385,4	Średni obrót 6M	1 821,1 mln HUF	
EV (mln HUF)	2 806 334,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-5,4%
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	8,4	7,2	8,5	10,5	9,9
P/BV	1,5	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	5,0	4,4	3,8	4,3	4,1
DPS	70,88	78,13	127,50	111,76	117,35
DYield	2,4%	2,6%	4,3%	3,7%	3,9%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
CCS EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO skor.	605	673	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
Effekt 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

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%

Bilans i CF

(mld 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%

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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wrzesień przyniósł dynamiczne odbicie notowań PGNiG, ale w naszej opinii ten ruch nie wyczerpuje jeszcze potencjału wzrostowego i dlatego utrzymujemy rekomendację kupuj. Nasze argumenty pozostają bez zmian. Zaczynając od bardzo sprzyjających warunków makro (kolejne szczyty na notowaniach węglowodorów, korzystna relacja cen gazu i ropy, rekordowe ceny CO₂ napędzające popyt na gaz), przez zmiany w regulacjach (liberalizacja w Polsce, upowszechnienie obowiązku magazynowego, wzrost premii lądowej), a na zbliżającym się rozstrzygnięciu arbitrażu z Gazpromem kończąc. Zwracamy też uwagę, że rynek błędnie interpretuje tegoroczne słabsze rezultaty w segmencie obrotu, zapominając o specyfice hedgingu naturalnego, który w tym roku neutralizuje zyski z wydobywania i „przykrywa” poprawę marży klientowskiej związanej z rozszerzeniem premii lądowej. Przy stabilizacji cen ropy i gazu to zjawisko już nie wystąpi w 2019 roku i dlatego oczekujemy znacznej rewizji konsensusu. Tymczasem, nawet na aktualnych, niedoszacowanych prognozach (10-15%) Spółka jest wyceniana znacznie poniżej swojej średnioterminowej średniej na wskaźniku EV/EBITDA. Liczymy że zapowiadane akwizycje skutecznie zredukują obawy o udział w toksycznych projektach inwestycyjnych, szczególnie że ostatnia propozycja Zarządu dotycząca zmian w statucie umożliwiających wypłatę dywidendy zaliczkowej wskazuje na zmianę podejścia głównego właściciela i powrót do polityki wypłat dla akcjonariuszy (sugeruje to też projekt budżetu na 2019). Tak jak wskazywaliśmy w ostatnim komentarzu specjalnym przy szacowanym poziomie FCF i braku dywidend, na koniec 2020 roku Spółka byłaby w stanie z gotówki netto skupić swój cały freefloat.

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
obróć	614	-435	-20	810	869
dystribucja	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

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%

Cena bieżąca

6,47 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,86 PLN

+21,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	7,86 PLN	2018-09-03

Podstawowe dane	PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M +17,2% +18,9%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD +5,4% +12,9%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M 30,6 mln PLN
MC (mln PLN)	37 385,7	Średni obrót 6M 21,3 mln PLN
EV (mln PLN)	35 689,1	EV/EBITDA 12M fwd 4,6 -9,8%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg 5,1 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	15,9	12,8	9,0	7,6	7,7
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	6,3	5,7	4,2	3,5	3,2
DPS	0,18	0,20	0,00	0,21	0,26
DYield	2,8%	3,1%	0,0%	3,3%	4,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Brent (USD/Bbl)		0,0%	0,0%	0,0%	
Gaz EU (EUR/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
USD/PLN		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	5 922	4 816	6 460	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%

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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

PKN wydaje się być wciąż pod dużym wpływem ostatnich zmian w globalnych indeksach, gdyż mimo drastycznego pogorszenia otoczenia makro trudno dostrzec jakiegokolwiek osłabienie sentymentu (w VII i VIII kurs urosł ponad 25% na fali chwilowego wzrostu marż rafineryjnych). Obok załamania marż rafineryjnych obserwujemy dalsze pogorszenie sytuacji w petrochemii, gdzie producenci nie są w stanie przenieść wzrostu surowca na klientów z uwagi na coraz większą podaż. Nieszczerólnie wygląda również perspektywa dla segmentu detalicznego, który realizuje jeszcze rekordowe marże paliwowe. Przypominamy, że od stycznia wchodzi nowa opłata środowiskowa (8 gr/litr), którą Orlen zobowiązał się sfinansować z własnych zysków (łączny koszt opłaty dla całego rynku to 2 mld PLN, a udział Orlenu to ponad 30%). Nawet jeśli ten wpływ na marże paliwowe będzie chwilowy to może odcisnąć piętno na reputacji, a nie można zapominać, że kolejne szczyty cenowe na ropie nie sprzyjają podwyżkom na stacjach. Kolejnym negatywnym katalizatorem może być kwestia fuzji z Lotosem, nie tylko w kontekście ryzyka blokowania tego pomysłu przez KE i lokalną konkurencję (ostatni komunikat BP Polska), ale również kosztów tego przejęcia (od momentu ogłoszenia intencji kapitalizacja Lotosu zwiększyła się już o ponad 3 mld PLN, co oznacza że w docelowym scenariuszu przejęcia 100% akcji LTS akcjonariusze PKN „stracili” w międzyczasie 7 PLN/akcję, a nadal nie wiadomo kiedy będzie oficjalne wezwanie). Nie oczekujemy też, aby planowana strategia stała się pozytywnym katalizatorem, gdyż zazwyczaj plany capex (petrochemia, upgrade Możejek itd.) są średnio odbierane przez inwestorów w otoczeniu pogarszających się marż modelowych. Utrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Cena bieżąca

101,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

81,38 PLN

-19,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	81,38 PLN	2018-09-03

Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	+9,0%	+10,7%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-1,9%	+5,5%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	127,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	43 198,6	Średni obrót 6M	73,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	50 569,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,5	-5,0%
Free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,7	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	8,2	6,5	9,0	15,0	13,4
P/BV	1,6	1,3	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA	5,1	4,2	5,6	7,9	6,9
DPS	2,13	3,00	3,00	3,92	2,36
DYield	2,1%	3,0%	3,0%	3,9%	2,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO skor.	7 668	9 581	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 wzrostem CO₂ i węgla, przebijają kolejne psychologiczne bariery 50 EUR/MWh, a przy tym rozszerza się modelowy spread na elektrowni węglowej. Notowania CEZ, mimo wysokiej historycznej korelacji, nadal 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 znajdują 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 CO₂ się utrzymają to prawdopodobnie będziemy korygować prognozy, rekomendację 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 CO₂ powyżej 30 EUR/t). Szacujemy, że każdy 1 GW mocy jądrowych bez wsparcia mógłby obniżyć 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 ze średnich 5% do 2%.

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%

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
CO ₂ (EUR/t)	14,0	14,6	15,2	15,8	16,4	17,1	17,8	18,5	19,2	20,0	20,0
Przychody	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%

Cena bieżąca

567,50 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

440,96 CZK

-22,3%

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

Podstawowe dane		CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	-1,1% +0,5%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+22,4% +29,9%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	224,9 mln CZK
MC (mld CZK)	305,3	Średni obrót 6M	166,6 mln CZK
EV (mld CZK)	455,2	EV/EBITDA 12M fwd	8,3 +17,6%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,1 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	21,4	16,3	21,4	19,9	17,7
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA	7,2	7,8	8,5	8,4	7,8
DPS	40,00	33,00	33,00	26,49	28,48
DYield	7,0%	5,8%	5,8%	4,7%	5,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (EUR/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
EUR/CZK		0,0%	0,0%	0,0%	
CO ₂ (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans i CF

(mln CZK)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	48 953	45 812	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

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

Podsumowanie DCF

(mln CZK)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	469 744
Dług netto	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

Naszym zdaniem drugie półrocze powinno przynieść znaczącą poprawę w segmencie wytwarzania z uwagi na wzrost dyspozycyjności wysokosprawnych mocy węglowych w Kozienicach i wyższą 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 CO₂ poniżej 0,7 t/MWh, co przy pełnym odwzorowaniu kosztów emisji w cenie energii oznacza dodatni wpływ na EBITDA rzędu 50 mln PLN na każde 5 EUR/t podwyżki cen uprawnień (od początku roku modelowy CDS dla tej jednostki wzrósł o ponad 50 PLN/MWh, co implikuje 0,3 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.). Aktualnie głównym tematem w sektorze jest zapowiedź ministra o braku podwyżek taryf dla gospodarstw domowych. Zwracamy uwagę, że Enea obok PGE jest największym beneficjentem aktualnych zmian makro (zintegrowany producent z długą pozycją w wytwarzaniu) i nawet w ekstremalnym scenariuszu dużych strat w segmencie obrotu wpływ netto na marżę brutto w perspektywie roku 2020 wynosi +0,6 mld PLN.

Cena bieżąca

8,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,62 PLN

+57,8%

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

Podstawowe dane			ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	-16,5%	-14,8%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-30,4%	-22,9%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	6,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 531,5	Średni obrót 6M	4,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 685,8	EV/EBITDA 12M fwd	3,2	-36,1%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,0	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	4,5	3,3	3,8	3,0	3,8
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,8	3,7	3,8	3,3	3,7
DPS	0,00	0,28	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	3,5%	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%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO ₂ (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	2 520	2 649	2 845	3 290	2 984
EBITDA	2 328	2 684	2 845	3 290	2 984
wytwarzanie	517	735	902	1 247	1 020
wydobycie	609	709	652	755	606
dyskretacja	1 111	1 073	1 129	1 159	1 208
obrót	154	178	201	167	189
pozostałe	-67	-13	-39	-39	-40
Saldo finansowe	-51	-21	-184	-211	-248
Produkcja energii TWh	13,6	21,8	24,6	28,2	28,2
w tym OZE	0,5	2,3	2,0	2,0	2,0
Wolumen obrotu TWh	16,7	17,9	18,2	18,6	18,9
dynamika r/r	3,0%	7,3%	1,9%	1,9%	1,9%
marża obrotu PLN/MWh	9,2	9,9	11,0	9,0	10,0
WRA w mld PLN	7,3	7,5	8,0	8,3	8,7
zwrot na WRA (EBIT)	8,7%	7,7%	7,7%	7,4%	7,6%

Model DCF

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

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	2 424	2 580	2 005	2 765	3 017
CFO/EBITDA	104%	96%	70%	84%	101%
Capex	2 688	2 058	2 430	2 415	2 852
Kapitał obrotowy	1 132	698	1 302	1 518	1 246
Kapitał własny	12 176	13 078	13 988	15 168	16 104
Dług netto	4 379	5 523	6 142	6 012	6 105
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	2,1	2,2	1,8	2,0

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Energa kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Energa ze względu na krótką pozycję na wytwarzaniu może być główną ofiarą pomysłu resortu energii o zablokowaniu jakichkolwiek podwyżek cen energii dla gospodarstw domowych. Jeśli rzeczywiście do tego dojdzie to znacząco zmieni to nasze postrzeganie Spółki i wymusi istotną korektę prognoz na najbliższe lata. Taki ruch miałby daleko idące konsekwencje dla rynku i praktycznie uniemożliwiłby przyszłe uwolnienie taryfy G, na co presję wywiera Komisja Europejska, dlatego wydaje się że te populistyczne deklaracje zostaną jeszcze zweryfikowane. Niemniej jednak przeprowadziliśmy symulację wpływu aktualnego makro na poziom wyników Energi w perspektywie roku 2020 z uwzględnieniem wysokich strat w segmencie obrotu, z której wynika, że obciążenie dla marży brutto (pomimo wyższych wyników w OZE) mogłoby sięgnąć w ekstremalnym scenariuszu ponad -0,4 mld PLN (w kolejnych latach po uruchomieniu Ostrołki C ten efekt zmniejsza się poniżej -0,3 mld PLN). W takim wypadku musielibyśmy wycofać się z pozytywnej rekomendacji.

Cena bieżąca

7,82 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

15,27 PLN

+95,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	15,27 PLN	2018-09-03

Podstawowe dane			ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	-12,6%	-11,0%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	-38,6%	-31,1%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	5,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 238,0	Średni obrót 6M	5,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 149,1	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	-26,8%
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	21,4	4,2	3,9	4,0	4,3
P/BV	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,9	3,4	3,3	3,1	3,4
DPS	0,49	0,19	0,00	0,00	0,00
DYield	6,3%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	2 040	2 091	2 167	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
dystribucja	1 720	1 723	1 767	1 738	1 774
obróć	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%

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%

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%

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

Kurs PGE odbił od historycznych minimów, aczkolwiek nadal waluacja znajduje się na bardzo niskich poziomach i to w otoczeniu rekordowych cen na TGE, implikujących nigdy nie notowane marże dla elektrowni węglowych. Oczywiście sentyment do sektora jest bardzo negatywny już od dawna, a dodatkowo pogorszyła sytuację zapowiedź ministra o zakazie podwyższania cen dla gospodarstw domowych, ale naszym zdaniem nawet uwzględnienie olbrzymich strat na obrocie z tego tytułu nie zmienia finalnej konkluzji, że PGE jest głównym beneficjentem ostatnich skokowych wzrostów cen energii, węgla i CO₂. Według naszych kalkulacji opartych na kontraktach terminowych na rok 2020 wzrost marż na OZE, elektrowniach na węglu brunatnym i nowych blokach w Opolu przewyższa potencjalne starty na obrocie o 2 mld PLN. Przypominamy też o zimowych aukcjach mocowych, które zgodnie z opublikowanymi już parametrami mogą zaskoczyć rynek in plus. 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.

Cena bieżąca

9,52 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

13,60 PLN

+42,9%

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

Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-3,2%	-1,5%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-21,0%	-13,5%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	22,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 800,3	Średni obrót 6M	17,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	27 101,3	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	-26,2%
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	6,9	6,7	5,8	5,7	6,3
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,1	3,5	3,6	3,4	3,2
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,42
DYield	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	4,4%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	6 124	6 481	7 509	7 919	7 873
EBITDA	7 376	7 650	7 509	7 919	7 873
wytwarzanie	4 182	4 099	3 909	4 312	4 158
OZE	365	364	407	497	495
dystribucja	2 230	2 333	2 424	2 420	2 484
obróć	500	811	727	648	692
pozostałe	99	43	43	43	43
Saldo finansowe	-238	-330	-298	-401	-388
Produkcja energii TWh	53,7	56,8	67,0	72,9	82,6
w tym OZE	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3
Wolumen obrotu TWh	43,0	40,4	41,0	41,7	42,3
dynamika r/r	10,2%	-5,9%	1,5%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	11,6	20,1	17,7	15,5	16,4
WRA w mld PLN	15,1	15,6	16,3	16,6	16,9
zwrot na WRA (EBIT)	7,3%	7,5%	7,8%	7,6%	7,8%

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

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

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (PLN/MWh)	168,5	203,8	194,1	179,0	180,1	181,2	182,4	183,7	185,1	186,5	186,5
Węgiel (PLN/t)	230,0	233,9	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4	214,4
CO2 (EUR/t)	14,0	14,6	15,2	15,8	16,4	17,1	17,8	18,5	19,2	20,0	20,0
Przychody	26 025	31 767	32 648	30 596	30 974	31 348	31 744	32 162	32 598	33 056	33 056
EBITDA	7 509	7 919	7 873	7 980	7 882	7 737	7 588	7 444	7 372	7 305	7 305
marża EBITDA	28,9%	24,9%	24,1%	26,1%	25,4%	24,7%	23,9%	23,1%	22,6%	22,1%	22,1%
EBIT	4 132	4 322	3 996	4 071	3 933	3 702	3 439	3 158	2 928	2 884	3 124
Podatek	785	821	759	774	747	703	653	600	556	548	594
CAPEX	-7 446	-5 844	-4 251	-4 091	-4 038	-3 941	-3 997	-4 056	-4 117	-4 180	-4 180
Kapitał obrotowy	364	-667	-102	238	-44	-43	-46	-49	-51	-53	-53
FCF	-358	587	2 761	3 354	3 053	3 049	2 891	2 739	2 648	2 523	2 478
PV FCF	-342	518	2 250	2 516	2 111	1 944	1 700	1 485	1 323	1 162	
WACC	8,1%	8,2%	8,4%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Tauron kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Tauron ze względu na krótką pozycję na wytwarzaniu może być obok Energi główną ofiarą pomysłu resortu energii o zablokowaniu jakichkolwiek podwyżek cen energii dla gospodarstw domowych. Jeśli rzeczywiście do tego dojdzie to może to zmienić nasze postrzeganie Spółki, gdyż wymusi istotną korektę prognoz na najbliższe lata. Na ten moment liczymy na bardziej kompromisowe rozwiązanie po kampanii wyborczej, niemniej jednak przeprowadziliśmy symulację wpływu aktualnego makro na poziom wyników Tauronu w perspektywie roku 2020 z uwzględnieniem wysokich strat w segmencie obrotu. Wynika z niej, że obciążenie dla marży brutto po uwzględnieniu wyższych wyników w OZE, na starych elektrowniach węglowych i nowym bloku w Jaworznie mogłoby sięgnąć w ekstremalnym scenariuszu około -0,2 mld PLN. Jeśli ostatecznie pojawi się jednak perspektywa przełożenia wyższych cen na klientów domowych (nawet w 2-3 letnim okresie) to nadal akcje Tauronu będą oferować naszym zdaniem potencjał wzrostowy. Oprócz niskiej waluacji (gdy z EV zdejmujemy RAB dystrybucji i segment obrotu przy wskaźniku 5,0x EV/EBITDA to zostaje -5,5 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).

Cena bieżąca Cena docelowa

1,77 PLN

potencjał zmiany

2,77 PLN

+56,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	2,77 PLN	2018-09-03

Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	-21,3%	-19,7%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-42,0%	-34,5%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	14,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 102,0	Średni obrót 6M	15,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 415,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	-19,8%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8	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	8,4	2,2	3,4	2,8	2,9
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
EV/EBITDA	3,5	3,4	3,7	4,1	3,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	3 374	3 508	3 392	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
obróć	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%

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%

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%

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

trzymaj (podwyższona)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

We wrześniu notowania Netii obniżyły się o blisko 9%, a od początku roku o blisko 16%. Naszym zdaniem potencjał do dalszych istotnych spadków wyczerpał się. Stąd, podwyższamy naszą rekomendację do trzymaj. W dniu 2 października nastąpi zamknięcie przejęcia pakietu Netii przez Cyfrowy Polsat od Karswell Limited (spółki Solorza Żaka). Cena za jedną akcję w tej transakcji, tj. 5,77 PLN obowiązuje więc Cyfrowego, jeśli chciałby ogłosić wezwanie na pozostałe 34% w rękach giełdowych. Ogłoszenie wezwania nie jest naszym zdaniem pewne, a Netia będzie generować ujemny FCFE w latach 2018-20. Co więcej, Cyfrowy może być zdeterminowany do przyspieszonej modernizacji przestarzałej sieci Netii, zwłaszcza w kontekście ostatnich informacji na temat porozumienia Orange Polska i T-Mobile, co do usług BSA na sieci FTTH. Inwestorzy powinni więc patrzeć na spółkę fundamentalnie.

Cena bieżąca

4,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,30 PLN

-4,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	4,30 PLN	2018-10-01	
poprzednia	redukuj	4,30 PLN	2018-06-06	
Podstawowe dane			NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-9,1%	-7,4%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-16,4%	-8,9%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 516,7	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 904,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	+9,0%
Free float	100,0%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8	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	46,6	42,7	40,9	49,4	43,2
P/BV	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	4,0	4,7	5,4	5,7	5,7
DPS	0,39	0,38	0,00	0,00	0,00
DYield	8,8%	8,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

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 11% i były gorsze od szerokiego indeksu o > 2%. Od początku roku telekom stracił na wycenie giełdowej aż 20%. Naszym zdaniem przełom w postrzeganiu Orange Polska powinna przynieść publikacja odczytów finansowych za 3Q'18. Oczekujemy, że wynik EBITDA w starym ujęciu (tj. pod MSR18) wyniesie 774 mln PLN, co oznacza stabilizację R/R. To relatywnie dobry wynik biorąc pod uwagę spadek wyniku w 2Q'18 o 4,3% (po korekcie o koszty rozwiązania stosunków pracy z 2Q'17). Dodatkowo spodziewamy się, że wyniki podkreślą toczącą się restrukturyzację kosztową w Orange, zwłaszcza w zakresie kosztów świadczeń pracowniczych. Spółka jest na dobrej drodze do osiągnięcia zapowiadanej przez Zarząd w zeszłym roku stabilizacji wyniku EBITDA (spadek w ciągu 9M'18 R/R o 1,7% vs. -7,4% R/R w 9M'17). Zwracamy także uwagę, że 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). Wzrost wyniku EBITDA od 2019 r. wydaje się więc prawdopodobny.

Cena bieżąca

4,44 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,60 PLN

+71,2%

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

Podstawowe dane		OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	-10,8% -9,2%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	-23,3% -15,8%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	11,1 mln PLN
MC (mln PLN)	5 825,3	Średni obrót 6M	8,5 mln PLN
EV (mln PLN)	12 692,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,2 -9,0%
Free float	49,3%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	11 538	11 381	11 297	11 359	11 530
EBITDA skor.	3 163	2 807	3 069	3 217	3 384
marża EBITDA	27,4%	24,7%	27,2%	28,3%	29,3%
EBIT	-1 354	229	647	921	1 199
Zysk netto	-1 746	-60	299	545	791
P/E	-	-	19,5	10,7	7,4
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,0	4,4	4,1	3,7	3,3
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	5,6%	0,0%	0,0%	0,0%	5,6%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	11 297	11 359	11 530	11 672	11 826	11 928	12 012	12 079	12 132	12 173	12 173
EBITDA	3 069	3 217	3 390	3 462	3 508	3 546	3 563	3 563	3 574	3 587	3 587
marża EBITDA	27,2%	28,3%	29,4%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%
Amortyzacja	2 416	2 290	2 185	2 099	2 031	1 979	1 944	1 923	1 917	1 899	1 899
EBIT	647	921	1 199	1 358	1 471	1 560	1 613	1 634	1 651	1 681	1 681
Podatek	123	175	228	258	280	296	306	310	314	319	319
NOPLAT	524	746	971	1 100	1 192	1 264	1 307	1 323	1 337	1 362	1 362
CAPEX	-2 112	-2 071	-1 972	-2 248	-2 200	-1 762	-1 785	-1 827	-1 869	-1 899	-1 899
Kapitał obrotowy	-819	-162	-117	-94	-84	-92	-95	-96	-98	-99	-99
FCF	9	803	1 068	857	938	1 389	1 371	1 323	1 288	1 263	1 263
PV FCF	8	718	897	677	696	968	897	812	742	682	
WACC	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,4%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Dług netto / EV	49,0%	46,4%	43,7%	43,3%	44,1%	42,9%	41,9%	41,0%	40,3%	39,7%	39,7%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	2 549	2 064	1 896	2 672	2 858
CFO/EBITDA	81%	74%	62%	83%	84%
Capex	-5 604	-1 643	-2 222	-2 166	-2 052
Aktywa ogółem	22 588	22 933	22 181	22 667	23 062
Kapitał własny	10 007	9 936	10 294	10 838	11 301
Dług netto	6 932	6 436	6 865	6 169	5 530
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	2,3	2,2	1,9	1,6

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Play trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Podtrzymujemy neutralne nastawienie do Play. 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 zmateriałyzywały się. Stąd sądzimy, że przy obecnym poziomie notowań spadkowy potencjał Play wyczerpał się. Obecnie telekom jest wyceniony na EV/EBITDA'18 = 5,4x, zgodnie z medianą telekomów zachodnich, blisko 15% 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 FCFE Yield = 14,7%. Jednak 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 (głównie 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

20,12 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

22,60 PLN

+12,3%

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

Podstawowe dane			PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	-6,0%	-4,3%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	-35,6%	-28,1%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	16,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 104,4	Średni obrót 6M	11,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 777,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	-13,1%
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	7,2	13,2	6,4	7,2	7,1
P/BV	3,8	-	-	16,5	7,2
EV/EBITDA	5,3	6,2	5,4	5,4	5,1
DPS	0,00	1,50	2,60	1,30	1,30
DYield	0,0%	7,5%	12,9%	6,5%	6,5%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Od początku roku notowania Agory spadły o >35% (-28% vs. WIG). To reakcja na bardzo słaby zestaw wyników sieci Helios w 2Q'18 oraz ryzyka związane z upadłością Ruchu dla segmentu Prasa. Uważamy jednak, że dzisiejszy poziom pesymizmu jest przesadzony, a obecny poziom kursu tworzy okazję inwestycyjną. Po pierwsze, spodziewamy się poprawy sytuacji finansowej kluczowego aktywa Grupy, czyli kin sieci Helios w 3Q'18. Sądzymy, że liczba sprzedanych biletów do kin w 3Q'18 ustabilizuje się R/R, po spadkach o 21,0% R/R w 2Q'18. Nasza prognoza jest poparta dobrym box office w okresie lip-sie'18 (+5% R/R). Po drugie, patrząc na wyniki segmentu Prasa, problemy sieci Ruch i nieuchronne spadki w rozpowszechnianiu dzienników, uważamy że ogłoszenie dalszych cięć kosztów segmentu jest nieuniknione i zostanie ogłoszone przez Zarząd w najbliższych miesiącach. Po dwóch kluczowych argumentach wskazujemy także na: wysoki DivYield rzędu 5,6%, pomimo jednoczesnej realizacji ambitnego planu inwestycyjnego oraz bardzo atrakcyjną wycenę wskaźnikową. Spółka jest notowana na EV/EBITDA'19 = 4,6x, z >40% dyskontem do grupy porównawczej. De facto sądzymy, że wartość sieci Helios jest porównywalna z obecną kapitalizacją całej Grupy. Podtrzymujemy pozytywne podejście do Agory.

Cena bieżąca

9,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

15,40 PLN

+71,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	15,40 PLN	2018-09-14

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	-13,5%	-11,8%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	-35,4%	-28,0%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	419,2	Średni obrót 6M		0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	420,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-24,4%
Free float	76,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 198	1 165	1 110	1 150	1 199
EBITDA	115	30	77	96	115
marża EBITDA	9,6%	2,6%	6,9%	8,4%	9,6%
EBIT	17	-73	-5	16	35
Zysk netto	-17	-84	9	7	23
P/E	-	-	45,2	56,4	18,0
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,0	14,8	5,5	4,6	4,0
DPS	0,75		0,50	0,50	0,50
DYield	8,3%		5,6%	5,6%	5,6%
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	102	90	84
sprzed. bilety do kin (mln)	10,8	12,2	11,7	12,7	13,7
ATP (PLN)	18,1	18,4	18,6	18,9	19,2
RPH (PLN)	6,7	6,8	7,0	7,1	7,3
Przychody	1 198	1 165	1 110	1 150	1 199
prasa	268	236	202	192	191
film i książka	364	416	396	430	464
reklama zewnętrzna	168	163	166	174	183
internet	168	169	183	191	199
radio	113	114	118	122	125
druk	156	102	74	70	67
wyłączenia	-38	-34	-29	-29	-29
EBITDA	115	30	77	96	115
marża	9,6%	2,6%	6,9%	8,4%	9,6%
Zysk netto	-16,6	-83,5	9,3	7,4	23,3

Model DCF

(mln PLN)	2H'18	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	573	1 150	1 199	1 255	1 311	1 351	1 375	1 401	1 427	1 454	1 483
EBITDA	46	96	115	134	152	160	160	161	162	163	166
marża EBITDA	7,9%	8,4%	9,6%	10,6%	11,6%	11,8%	11,7%	11,5%	11,4%	11,2%	11,4%
Amortyzacja	43	81	79	78	77	76	75	76	77	78	79
EBIT	2	16	35	55	75	84	86	85	85	85	87
Podatek	0	3	7	11	14	16	16	16	16	16	16
NOPLAT	2	13	28	45	61	68	69	69	69	69	70
CAPEX	-39	-84	-86	-89	-92	-65	-70	-73	-75	-78	-79
Kapitał obrotowy	-4	-8	-8	-7	-6	-4	-3	-2	-1	-1	-1
FCF	2	2	13	27	40	74	71	70	69	68	69
PV FCF	2	2	11	21	28	48	43	39	35	32	
WACC	8,5%	8,4%	8,3%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	0,0%	1,4%	4,1%	3,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	111	77	62	84	98
CFO/EBITDA	92%	258%	81%	87%	86%
Capex	-90	-70	-85	-84	-86
Aktywa ogółem	1 610	1 406	1 374	1 376	1 396
Kapitał własny	1 153	996	955	940	940
Dług netto	93	4	-18	6	17
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,1	-0,2	0,1	0,1

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	754
Dług netto	13
Inne korekty	19
Wycena DCF na akcję (PLN)	15,51

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	13,45
DCF	50%	15,51
Cena wynikowa		14,48
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		15,40

Cyfrowy Polsat akumuluj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@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 = 10,5%). Podtrzymujemy pozytywne podejście. CPS jest notowany obecnie na EV/EBITDA'18 = 6,9x. 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

22,24 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

24,90 PLN

+12,0%

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

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	-6,4%	-4,7%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	-10,5%	-3,1%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	14,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 223,4	Średni obrót 6M	13,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	25 272,5	EV/EBITDA 12M fwd	6,2	-11,7%
Free float	33,5%	EV/EBITDA 5Y avg	7,0	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	13,7	14,5	13,0	11,0	9,9
P/BV	1,3	1,2	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	7,0	6,9	6,9	6,1	5,6
DPS	0,00	0,32	0,00	0,32	0,50
DYield	0,0%	1,4%	0,0%	1,4%	2,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne*

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	9 730	9 829	10 110	10 255	10 394
detaliczne od klientów	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
dyskrypcja i marketing	803	894	922	936	948
D&A	1 699	1 783	1 665	1 561	1 462
rozliczenia międzyop.	2 141	2 014	2 050	1 987	2 002
wynagrodzenia	550	553	576	596	617
sprzęt	1 333	1 324	1 354	1 366	1 368
windykacja i odpisy	63	67	75	77	78
pozostałe koszty	214	227	367	372	377
Zysk netto	1 041	981	1 213	1 444	1 584

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	11 311	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%

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

Bilans i CF**

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wirtualna Polska akumuluj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania WPL spadły w wrześniu'18 o 6%, były gorsze od szerokiego indeksu o ok. 2%. Obecna cena docelowa implikuje 16% potencjał wzrostowy, dlatego też podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki. Wyniki za 2Q'18 były zgodne z oczekiwaniami. Wynik EBITDA po oczyszczeniu o zd. jednorazowe oraz działalność TV wyniosła 42,9 mln PLN, co oznacza wzrost R/R o blisko 10%. Spółka boryka się z rosnącymi kosztami płac, jednak z drugiej strony jest wspierana przez dobrą koniunkturę na rynku reklamy internetowej (wzrost w całym 2018 r. ZenithOptimedia szacuje się na 8,1%) oraz dalsze wysokie wzrosty biznesu e-commerce. Podtrzymujemy nasze prognozy na cały 2018 r. (EBITDA skorygowana = 171 mln PLN). Podkreślamy, że grupa WP spodziewa się, że segment e-commerce sięgnie docelowo ok. 75% całkowitych przychodów z 58% obecnie, co powinno przełożyć się na wyższe wskaźniki wyceny. Zarząd podtrzymuje też, że segment TV generujący obecnie straty, odnotuje jeszcze w 2018 r. miesiące pozytywnej rentowności na linii EBITDA.

Cena bieżąca

51,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

60,00 PLN

+16,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	60,00 PLN	2018-09-03

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	+5,5%	+7,2%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+8,5%	+16,0%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 536,4	Średni obrót 6M	0,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 769,2	EV/EBITDA 12M fwd	9,4	-10,3%
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	27,1	34,0	20,2	17,3	15,4
P/BV	3,8	3,7	3,4	3,1	2,9
EV/EBITDA	14,0	13,3	11,0	9,2	8,3
DPS	0,00	1,10	0,96	1,61	2,15
DYield	0,0%	2,1%	1,9%	3,1%	4,2%
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	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

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

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@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). Przy założeniu wygenerowania 280 mln PLN zysku netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej, Asseco Poland jest obecnie notowane na wskaźniku P/E'18 = 14,0x, z > 25% dyskontem do grupy spółek porównywalnych. Historycznie poziom dyskonta był niższy (ok.18-20%). Stąd podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki. Jednocześnie zaznaczamy, że przyjęcie stabilnej dywidendy R/R w 2019 r. (tj. 249,8 mln PLN) oznaczałoby wypłatę blisko 90% zysku netto. Sądzymy, że jest to mało prawdopodobne biorąc pod uwagę spadek wyników w 2019 r. (z/w na utratę kontaktu z ZUS, inflację płac informatyków oraz utratę ważnego klienta z polskiej bankowości).

Cena bieżąca

47,66 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

49,00 PLN

+2,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	49,00 PLN	2018-09-03

Podstawowe dane			ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	+3,3%	+5,0%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+16,3%	+23,8%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	17,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 955,8	Średni obrót 6M	8,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,2	+16,4%
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	7 724	8 908	9 068	9 299
EBITDA	1 070	933	1 139	1 170	1 205
marża EBITDA	13,5%	12,1%	12,8%	12,9%	13,0%
EBIT	769	644	767	804	843
Zysk netto	301	596	282	257	258
P/E	13,1	6,6	14,0	15,4	15,3
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/S	0,50	0,51	0,44	0,44	0,43
DPS	3,01	3,01	3,01	2,00	2,00
DYield	6,3%	6,3%	6,3%	4,2%	4,2%
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	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 uwzględnienia sprzedaży 20% Formula Systems i dekonsolidacji grupy

Analiza porównawcza

	18P	P/E 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

Dzisiaj przed wynikami za 2Q'18 Spółka opublikowała fragment rozgrywki gry Cyberpunk 2077 (C2077) w sieci, który był wcześniej pokazywany na zamkniętych pokazach na targach 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 przesunięcia premiery na 2020 rok. Spółka podała, że premiera gry Gwint: Homecoming oraz jednoosobowej kampanii Wojny Krwi: Wiedźmińska Gra Karciana będzie miała miejsce 23 października 2018 na PC, a na konsole obie gry wyjdą 4 grudnia 2018. Niewątpliwie najważniejszym czynnikiem wpływającym na wycenę Spółki są szacunki dotyczące sprzedaży gry C2077. W kolejnych miesiącach pozytywnie na kurs może wpływać publikacja kolejnych materiałów dotyczących C2077.

Cena bieżąca

187,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

90,80 PLN

-51,5%

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

Podstawowe dane			CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	-5,2%	-3,5%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+93,1%	+100,6%
Liczba akcji (mln)	95,2	Średni obrót 1M	66,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 833,4	Średni obrót 6M	51,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	17 725,9	EV/EBITDA 12M fwd	26,0	+19,5%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	21,8	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	71,2	87,5	90,2	27,1	27,9
P/BV	23,0	20,2	16,5	10,3	7,5
EV/EBITDA	57,2	71,2	71,6	21,0	21,1
DPS	0,00	1,06	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
W3 (S)		0,0%	0,0%	0,0%	
Gwint (S)		0,0%	0,0%	0,0%	
C2077 (S)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Produkcja gier (S)	476	330	324	1 409	1 040
Produkcja gier (EBIT)	324	221	227	786	745
Produkcja gier (marża)	68,2%	66,8%	70,1%	55,8%	71,7%
GOG.com (S)	133,5	170,0	172,2	180,8	189,8
GOG.com (EBIT)	6,4	18,6	14,9	17,8	20,9
GOG.com (marża)	4,8%	10,9%	8,6%	9,9%	11,0%
Przepływy oper.	259	235	207	820	754
Amortyzacja	4	5	6	6	7
Kapitał obrotowy	-11	34	-12	-46	15
Przepływy inv.	-440	-291	-167	-83	-92
CAPEX	-12	-13	-8	-9	-10
Nakłady na produkcję	56	77	159	74	82
FCF	228	224	182	602	632
FCF/EBITDA	73%	74%	82%	83%	74%
CFO/EBITDA	84%	101%	98%	114%	100%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
W3 (tys. szt.)	1 050	800	800	800	0	0	0	0	0	0	0
C2077 (tys. szt.)	11 000	7 100	4 600	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	0	0
Gra AAA (tys. szt.)					12 000	9 500	5 000	12 500	5 100	12 000	0
Przychody	496	1 590	1 229	823	1 569	1 379	651	1 589	703	1 525	-
EBITDA	248	810	773	467	568	901	392	526	247	1 219	-
marża EBITDA	49,9%	50,9%	62,9%	56,7%	36,2%	65,3%	60,2%	33,1%	35,2%	79,9%	-
EBIT	242	803	766	460	560	893	384	517	238	1 209	-
Podatek	46	153	146	87	106	170	73	98	45	230	-
CAPEX	-8	-9	-10	-11	-12	-13	-15	-9	-9	-9	-
Kapitał obrotowy	-12	-46	15	17	-31	8	31	-39	37	-34	-
FCF	182	602	632	386	418	726	335	380	230	945	483
PV FCF	171	522	506	284	284	454	193	202	113	427	-
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	-
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	-

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wiedźmin 3 (S)	472	288	113	88	34
Gwint (S)	3	43	212	147	138
Cyberpunk 2077 (S)	0	0	0	1 174	867
Produkcja w toku	62	142	296	168	158
Środki pieniężne	217	67	108	845	1 507
Dług netto	-597	-647	-688	-1 425	-2 087
Dług netto/EBITDA (x)	-1,9	-2,6	-2,8	-1,8	-2,7

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Comarch akumuluj (podtrzymana)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Comarchu spadły o 4% w ciągu ostatniego miesiąca. Zgodnie z naszymi założeniami, CMR odnotował istotną poprawę wyników w 2Q'18. Zaskoczenie 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. Częściowo wynika to z wpływu zaksięgowania kontraktu dla Ministerstwa Sprawiedliwości na rejestrację rozpraw w sądach powszechnych. Jednak, w wynikach widoczny jest wpływ poprawy w pozostałej administracji publicznej, segmencie SME oraz segmencie handlu i usług. Wynik EBITDA skorygowany o zd. jednorazowe był na poziomie ok. 62 mln PLN (vs. 10,1 mln PLN rok wcześniej). Nasza prognoza EBITDA'18, tj. 144 mln PLN nie jest ambitnym zadaniem dla spółki. Stąd podwyższamy naszą estymację do 163 mln PLN (tj. o 13% w górę) oraz cenę docelową do 180 PLN, co implikuje 8% potencjał wzrostowy. Na konferencji wynikowej Zarząd dał pozytywny przekaz, podkreślił wysoki poziom kontraktacji (poziom zakontraktowania = 20% R/R) oraz bardzo dobre wyniki na sprzedaży systemów ERM (w tym do francuskiej sieci sklepów z odzieżą i obuwiem, La Halle). Prezes Filipiak w wywiadzie dla PAP zdementował też plotki o dużych problemach z przejściem utrzymania systemu KSI w ZUS.

Cena bieżąca

167,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

180,50 PLN

+8,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	180,50 PLN	2018-10-01	
poprzednia	akumuluj	166,50 PLN	2018-05-09	
Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-3,7%	-2,1%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	-11,4%	-3,9%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 358,3	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 358,0	EV/EBITDA 12M fwd	8,1	+9,6%
Free float	59,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,3	premia

Prognoza Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 109	1 102	1 307	1 359	1 451
EBITDA	176	99	163	172	185
marża EBITDA	15,8%	9,0%	12,4%	12,7%	12,7%
EBIT	113	34	89	98	111
Zysk netto	70	43	54	73	85
P/E	19,4	31,5	25,1	18,7	16,0
P/BV	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4
EV/EBITDA	7,5	14,1	8,3	7,6	7,1
DPS	0,00	1,50	1,50	1,50	10,00
DYield	0,0%	0,9%	0,9%	0,9%	6,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			+7,3%	+1,9%	+3,9%
EBITDA			+13,0%	+1,8%	+5,4%
EBIT			+12,7%	-5,6%	+0,5%
Zysk netto			-4,4%	-6,4%	+0,7%
CAPEX			+18,9%	+9,7%	+10,5%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 109	1 102	1 307	1 359	1 451
TMT	276	258	298	322	338
finanse i bankowość	164	186	200	214	223
handel i usługi	183	174	202	226	260
przemysł i utilities	146	142	150	161	169
sektor publiczny	73	63	172	137	148
SME	228	236	249	261	274
inne	39	43	37	38	40
Zysk brutto na sprzedaży	343	268	333	351	374
marża	30,9%	24,3%	25,5%	25,8%	25,8%
koszty sprzedaży	131	134	144	150	157
koszty ogólnego zarządu	101	98	97	103	107
EBIT	113	34	89	98	111
marża	10,2%	3,1%	6,8%	7,2%	7,6%
Zysk netto	70,1	43,1	54,1	72,6	84,9

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	1 307	1 359	1 451	1 516	1 580	1 646	1 712	1 775	1 831	1 884	1 932
EBITDA	163	172	185	192	199	205	213	221	228	234	240
marża EBITDA	12,4%	12,7%	12,7%	12,6%	12,6%	12,5%	12,4%	12,5%	12,5%	12,4%	12,8%
Amortyzacja	74	74	74	74	74	74	75	77	79	81	83
EBIT	89	98	111	118	124	131	138	144	149	153	157
Podatek	26	27	29	31	33	35	36	38	39	40	41
NOPLAT	63	71	82	87	92	96	101	106	110	113	116
CAPEX	-63	-64	-67	-70	-73	-75	-76	-78	-79	-81	-83
Kapitał obrotowy	-21	-21	-13	-7	-7	-7	-7	-6	-4	-4	-4
FCF	52	60	76	83	86	89	94	99	105	110	112
PV FCF	51	54	62	63	60	58	56	54	53	51	
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	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	88	61	118	125	145
CFO/EBITDA	50%	62%	72%	73%	79%
Capex	-121	-110	-63	-64	-67
Aktywa ogółem	1 439	1 503	1 602	1 677	1 708
Kapitał własny	861	880	922	983	986
Dług netto	-49	19	-13	-63	-60
Dług netto/EBITDA (x)	-0,3	0,2	-0,1	-0,4	-0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	25,9	23,1	20,9	17,3	16,3	15,3
Maksimum	12,4	10,9	10,3	5,1	5,1	4,9
Mediana	17,1	15,8	14,5	10,4	10,1	9,5
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 356
Dług netto	19
Inne korekty	16
Wycena DCF na akcję (PLN)	162,39

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	176,91
DCF	50%	162,39
cena wynikowa		169,65
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		180,50

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 górnice 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. Wyniki Grupy Famur za 2Q'18 są wyraźnie powyżej oczekiwań rynku i powyżej naszych szacunków. Warto zwrócić uwagę na odbudowę rentowności w segmencie Underground i zaskoczenia po stronie realizowanej rentowności w segmencie elektryki. Obecnie nasza całoroczna prognoza wyników wykonana jest w około 50%. Zważając na fakt, że Zarząd zapowiadał dalszą poprawę r/r i q/q wyników w kolejnych kwartałach należałoby oczekiwać, że nasze prognozy są obecnie na bardzo komfortowym poziomie. W zaktualizowanej strategii Spółka poinformowała, że skupiać się będzie nad dalszym zwiększeniem obrotów z rynków zagranicznych, zwiększeniem udziałów sprzedaży z powtarzalnych źródeł oraz wejściem na rynek Hard Rock Mining. Naszym zdaniem, ważnym punktem strategii jest określenie klarownej polityki dywidendowej (50-100% na dywidendę, co implikuje DYield w kolejnych dwóch latach na poziomie 3-7,5%). W sumie Zarząd chce, aby w średnim okresie (5 lat) na ten cel trafiało 75% wypracowanego wyniku netto. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację (kupuj) oraz cenę docelową 6,56 PLN.

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%

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%

Cena bieżąca

5,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,56 PLN

+17,1%

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

Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	+10,7%	+12,3%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-2,8%	+4,7%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M		1,1 mln PLN
MC (mln PLN)	3 218,7	Średni obrót 6M		1,4 mln PLN
EV (mln PLN)	3 365,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,8	+14,1%
Free float	35,3%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 030	1 460	2 059	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	29,0	64,6	17,6	13,9	12,1
P/BV	2,7	2,2	2,2	2,2	2,1
EV/EBITDA	10,9	10,8	7,7	6,9	6,5
DPS	0,00	0,00	0,44	0,45	0,28
DYield	0,0%	0,0%	7,9%	8,1%	5,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Obroty Underground		0,0%	0,0%	0,0%	
Obroty Surface		0,0%	0,0%	0,0%	
Marża Underground		0,0%	0,0%	0,0%	
Marża Surface		0,0%	0,0%	0,0%	

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%

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 (bez zmian)

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. Wstępne opublikowane szacunkowe dane za 3Q'18 wskazują, że przychody ze sprzedaży wyniosą 815 mln PLN (+14% r/r; +6% vs. nasze szacunki); EBITDA 140 mln PLN (+9% r/r; +3% vs. nasze szacunki) oraz wynik netto 83 mln PLN (+7% r/r; + 5% vs. nasze szacunki). Dług netto na przestrzeni kwartału wzrósł o prawie 190 mln PLN do 770 mln PLN (1,7xEBITDA'12m; efekt wypłaty dywidendy). Wyniki nie wiele odbiegają od naszych założeń i implikują naszym zdaniem, że bieżąca całoroczna prognoza Spółki na 2018 rok pozostanie na niezmiennym poziomie. Według naszych szacunków, aby zrewidować w górę całoroczne szacunki wyniki Grupy Kęty w 4Q'18 musiałby być niewiele niższe niż w minionym 3Q'18. Sezonowo jednak trzeci kwartał w Spółce jest najsilniejszym w roku obrotowym, a w kolejnym spada rentowność w segmentach wyrobów wyciskanych i systemów aluminiowych. Grupa Kęty nadal notowana z dwucyfrowymi premiami do innych podmiotów zajmujących się przetwarzaniem aluminium. Dodatkowo posiada znaczącą ekspozycję na sektor budowlany, w którym firmy borykają się z rosnącymi kosztami i presją na rentowność. Nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj dla Grupy Kęty, a cenę docelową pozostawiamy bez zmian na poziomie 367,45 PLN/akcja.

Cena bieżąca

384,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

367,45 PLN

-4,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	367,45 PLN	2018-09-03

Podstawowe dane		KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	+20,0% +21,6%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	-4,5% +2,9%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	1,7 mln PLN
MC (mln PLN)	3 652,8	Średni obrót 6M	2,0 mln PLN
EV (mln PLN)	4 369,6	EV/EBITDA 12M fwd	9,1 -3,1%
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	13,1	15,5	14,0	13,2	13,0
P/BV	2,6	2,7	2,6	2,5	2,4
EV/EBITDA	10,3	10,1	9,5	8,9	8,6
DPS	17,95	30,00	23,94	21,90	23,11
DYield	4,7%	7,8%	6,2%	5,7%	6,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Aluminium (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Premia producencka (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA SOG		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA SWW		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA SSA		0,0%	0,0%	0,0%	

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 inv.	-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 (bez zmian)

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 około 80% (vs. 70% na początku roku), a wolumeny importu węgla koksowego do Chin odbiły od IV'18. Wskaźnik wyprzedzający PMI dla przemysłu stalowego w Chinach 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 rekordowy 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. Nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj dla Grupy JSW oraz cenę pozostawiamy bez zmian na poziomie 98,00 PLN/akcja.

Cena bieżąca

66,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

98,00 PLN

+48,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	98,00 PLN	2018-09-03

Podstawowe dane			JSW PW	vs. WIG
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	-16,1%	-14,4%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-31,2%	-23,8%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	21,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 772,6	Średni obrót 6M	15,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 539,5	EV/EBITDA 12M fwd	2,1	-41,5%
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.	-	3,6	3,6	5,2	8,3
P/BV	1,9	1,2	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA skor.	7,9	1,8	1,9	2,2	2,9
DPS	0,00	0,00	0,00	4,99	6,32
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	7,5%	9,6%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel koksowy (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Koks (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. węgla (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. w. koks. (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. koksu (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Prod. węgla (tys. t)	16 835	14 768	15 414	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

50,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

59,18 PLN

+18,4%

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

Podstawowe dane		KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-1,4% +0,3%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	+5,8% +13,3%
Liczba akcji (mln)	82,7	Średni obrót 1M	7,8 mln PLN
MC (mln PLN)	4 133,1	Średni obrót 6M	3,3 mln PLN
EV (mln PLN)	6 385,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,2 +30,8%
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	4,9	6,4	15,3	7,0	4,8
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	4,0	5,1	6,8	5,2	4,1
DPS	0,25	0,24	0,25	0,25	0,77
DYield	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	5,7%
Zmiana prognoz		17/18P	18/19P	19/20P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Marża olej (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Pszonica (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
Pszonica (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 (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

W VIII'18 po raz pierwszy od kilku miesięcy obserwowaliśmy wzrost wolumenów produkcji miedzi oraz srebra w KGHM Polska Miedź (odpowiednio +2% r/r oraz +17% r/r), co związane jest z zakończeniem remontu w Hucie Głogów I (remont zakończył 25 VI, 8 dni przed planowanym czasem), który miał miejsce w 2Q'18. Zarząd przy okazji publikacji danych przedstawił, że produkcja miedzi i metali szlachetnych w okresie I-VIII była powyżej budżetu. Plan sprzedaży wszystkich podstawowych metali w tym okresie został zrealizowany z nadwyżką. 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 krótkich pozycji spekulacyjnych na COMEX skłaniać będzie inwestorów do zamykania niedoważeń. To z kolei mogłoby się przełożyć na wzrost notowań metalu. Nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj dla Grupy KGHM, a cenę docelową pozostawiamy na niezmienionym poziomie 104,21 PLN/akcja.

Cena bieżąca

89,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

104,21 PLN

+17,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	104,21 PLN	2018-09-03

Podstawowe dane			KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	-7,7%	-6,0%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	-19,9%	-12,4%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	67,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 820,0	Średni obrót 6M	57,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	22 460,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	-17,1%
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.	11,5	9,5	7,6	5,9	5,8
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA skor.	5,4	4,3	4,5	3,3	3,0
DPS	1,50	1,00	0,00	2,95	5,29
DYield	1,7%	1,1%	0,0%	3,3%	5,9%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Miedź (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Srebro (USD/oz)			0,0%	0,0%	0,0%
Molibden (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. miedź (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. srebro (ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. molibden (mln lb)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	376	359	380	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 (bez zmian)

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 Grudniadzu 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). Nie zmieniamy naszej rekomendacji (kupuj), a cenę docelową pozostawiamy bez zmian na poziomie do 20,45 PLN/akcja.

Cena bieżąca

8,38 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

20,45 PLN

+144,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	20,45 PLN	2018-09-03

Podstawowe dane			STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	-33,0%	-31,3%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	-41,8%	-34,3%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	246,1	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	412,5	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	3,4	12,7	16,0	5,5	4,4
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	5,4	7,4	6,2	4,1	3,2
DPS	0,29	0,00	0,00	0,26	0,92
DYield	3,5%	0,0%	0,0%	3,1%	10,9%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
DAO (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
DAO vol (tys. m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Drewno (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż DAO (PL)	18	19	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 Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

We wrześniu Budimex podpisał dwie znaczące umowy z GDDKiA i PKP PLK na łącznie ponad 0,7 mld PLN. Są to jedne z ostatnich przetargów infrastrukturalnych, w których czekaliśmy na finalizację przetargu. Nowych otwarć ofert w infrastrukturze drogowej jest niewiele i nie spodziewamy się zmian w tym zakresie w ostatnich miesiącach 2018 roku. W przypadku przetargów kolejowych występuje znaczące niedopasowanie ofert do budżetów inwestora, co skutkuje unieważnianiem przetargów. W konsekwencji portfel zamówień Spółki szczytowy poziom ma prawdopodobnie za sobą. W połowie miesiąca Budimex informował o sprzedaży dwóch spółek zależnych: Elektromontaż-Poznań oraz Grunwald Investment Office. Skonsolidowany zysk na powyższych transakcjach wyniesie około 44 mln PLN. Łącznie z ugodą zawartą z Portami Lotniczymi, o której Spółka informowała w sierpniu, wpływ zdarzeń jednorazowych na tegoroczne wyniki Spółki szacujemy na +60-70 mln PLN. Nie zakładaliśmy powyższej kwoty w naszych prognozach wyników na 2018 r., co sprawia, że nasza szacunek ZN'18 = 246 mln PLN wygląda konserwatywnie. Przed publikacją wyników za 3Q'18 nie podwyższamy jednak prognoz, widząc ryzyko, że pozytywne one-offy będą dobrym pretekstem do bardziej konserwatywnego szacowania marż na kontraktach. Nie zmieniamy rekomendacji trzymaj.

Cena bieżąca

103,60 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

125,00 PLN

+20,7%

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

Podstawowe dane			BDX PW	vs. WIG
Ticker	BDX PW	Zmiana 1M	-17,0%	-15,3%
ISIN	PLBUDMX00013	Zmiana YTD	-46,7%	-39,2%
Liczba akcji (mln)	25,5	Średni obrót 1M		2,2 mln PLN
MC (mln PLN)	2 644,9	Średni obrót 6M		1,9 mln PLN
EV (mln PLN)	1 235,9	EV/EBITDA 12M fwd	3,4	-55,7%
Free float	30,3%	EV/EBITDA 5Y avg	7,7	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	6,5	5,7	10,7	12,1	11,5
P/BV	3,3	3,0	3,9	4,0	3,9
EV/EBITDA	0,0	0,6	3,3	4,3	4,7
DPS	8,14	14,99	17,61	9,17	8,13
DYield	7,9%	14,5%	17,0%	8,9%	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	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%

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%

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%

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 kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Podczas spotkań z inwestorami pod koniec września nowy Zarząd Elektrobudowy szerzej skomentował wyniki finansowe oraz wstępnie nakreślił plany na najbliższe lata. Wynik za 1H'18 po oczyszczeniu o straty na kontrakcie dla Orlenu (instalacja metatezy) był porównywalny r/r. Według Zarządu, opóźnienie w Płocku, będące przyczyną zawiązania rezerwy i obniżenia rentowności kontraktu, wynikało ze zmian projektowych będących inicjatywą inwestora i nie jest zawnione przez Spółkę. Daje to realne szanse na odwrócenie zawiązanej rezerwy w kwocie 60 mln PLN. Od publikacji informacji o rezerwie wycena rynkowa Elektrobudowy spadła o 70 mln PLN, w pełni dyskontując negatywną wiadomość. Tym samym, ewentualny aneks z zamawiającym, wydłużający termin realizacji prac, powinien być katalizatorem wzrostu kursu Elektrobudowy. Dodatkowym impulsem poprawiającym sentyment do Spółki może być pozyskanie znaczących kontraktów w 4Q'18. Zaktualizowana prognoza Zarządu zakłada podpisanie w 2H'18 umów za ponad 600 mln PLN (+50% r/r), co oznaczałoby najlepsze półrocze od 5 lat. Nasza wycena DCF (41 PLN/akcję) uwzględnia korektę w kwocie 60 mln PLN (12,6 PLN/akcję) na ewentualną karę w wysokości 25% wartości kontraktu od Orlenu (w przypadku korzystnego aneksu wycena DCF rośnie do 53 PLN). Rekomendujemy kupno akcji Elektrobudowy.

Cena bieżąca

36,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

45,00 PLN

+25,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	45,00 PLN	2018-09-26

Podstawowe dane			ELB PW	vs. WIG
Ticker	ELB PW	Zmiana 1M	-33,3%	-31,7%
ISIN	PLELTBD00017	Zmiana YTD	-50,2%	-42,7%
Liczba akcji (mln)	4,7	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	170,9	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	171,3	EV/EBITDA 12M fwd	2,3	-59,4%
Free float	32,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	971,5	902,9	829,2	768,4	746,0
EBITDA	75,2	84,3	-39,5	40,2	41,3
marża EBITDA	7,7%	9,3%	-4,8%	5,2%	5,5%
EBIT	61,8	69,8	-55,3	24,1	24,9
Zysk netto	55,1	58,6	-45,9	17,9	18,2
P/E	3,1	2,9	-	9,6	9,4
P/BV	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	0,9	0,7	-	4,6	4,0
DPS	4,00	10,00	10,50	0,00	3,00
DYield	11,1%	27,8%	29,2%	0,0%	8,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	971	903	829	768	746
realizacja projektów	772	673	609	548	521
produkcja	155	188	177	177	180
pozostałe	44	42	44	44	45
Marża EBIT	6,4%	7,7%	-6,7%	3,1%	3,3%
realizacja projektów	8,6%	8,8%	-9,4%	4,0%	4,0%
produkcja	-6,1%	4,7%	-0,7%	0,0%	1,0%
pozostałe	10,8%	5,0%	7,7%	5,0%	5,0%
Gotówka	137	115	30	37	54
Dług netto	-102	-115	0	13	-4
Dług netto / EBITDA	-1,4	-1,4	0,0	0,3	-0,1
WC netto	204	176	149	177	162
WC netto / przychody	21,0%	19,5%	18,0%	23,0%	21,7%
Kapitał własny	423	431	318	335	339
ROE	13,6%	13,7%	-12,3%	5,5%	5,4%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	72	84	-58	9	53
Amortyzacja	13	15	16	16	16
Kapitał obrotowy	13	17	-6	-28	15
CF inwestycyjny	-8	-18	-8	-19	-19
CAPEX	-15	-19	-20	-19	-19
CF finansowy	-34	-86	-22	17	-17
Dywidenda	-19	-47	-50	0	-14

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	2,0	1,9	1,7	-16,7	2,9	2,7
Maksimum	27,8	25,3	18,6	14,0	13,2	12,5
Mediana	15,0	11,1	9,5	6,7	5,9	5,3
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	829	768	746	751	766	782	797	813	829	846	863
EBITDA	-39	40	41	43	44	44	45	45	46	47	47
marża EBITDA	-4,8%	5,2%	5,5%	5,8%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%
Amortyzacja	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
EBIT	-55	24	25	27	27	28	28	29	30	30	31
Podatek	-9	6	6	6	6	6	7	7	7	7	7
NOPLAT	-45	20	21	22	23	23	23	24	24	25	25
CAPEX	-20	-19	-19	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16
Kapitał obrotowy	-6	-28	15	-1	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-55	-10	33	21	20	20	20	21	21	21	22
PV FCF	-54	-9	28	16	14	13	12	12	11	10	
WACC	8,5%	8,1%	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)	189
Dług netto	-65
Inne korekty	60
Wycena DCF na akcję (PLN)	41,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	43,00
DCF	50%	41,00
cena wynikowa		42,00
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		45,00

Erbud kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

W poprzednim przeglądzie miesięcznym zaktualizowaliśmy prognozy finansowe na Erbud, rekomendując kupno akcji Spółki pomimo wysokiej straty, jaką zaraportowała w 1H'18. Wskazaliśmy, 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%. Po spotkaniu z Zarządem podtrzymujemy opinię, że długoterminowy potencjał Spółki jest wyższy niż wskazuje na to kurs. Na spotkaniu z inwestorami Prezes Grzeszczak podkreślał, że zaraportowana strata uwzględnia wszystkie istotne czynniki ryzyka, które obecnie dostrzega Zarząd, natomiast w kolejnych kwartałach Prezes oczekuje powrotu marży EBIT do poziomu 2-3%, przy czym jednocześnie spodziewa się, że kolejne kwartały nie przyniosą istotnego wzrostu kosztów firm budowlanych. Powyższe założenia są spójne z wrodzonym optymizmem Pana Prezesa, niemniej obserwując obecne trendy rynkowe obawiamy się, że rzeczywistość okaże się dla branży budowlanej bardziej brutalna, a powrót do wysokich marż nastąpi najwcześniej w 2020 r. Jednocześnie uważamy, że nasze prognozy sprzed miesiąca (marża EBIT w 2019 równa 1,2%) uwzględniają powyższe ryzyko, a dołek w wynikach Spółka ma za sobą. Ponadto, wysoki backlog wskazuje na możliwość przekroczenia naszych szacunków przychodów w przyszłym roku. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

9,88 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,40 PLN

+45,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	14,40 PLN	2018-09-03

Podstawowe dane			ERB PW	vs. WIG
Ticker	ERB PW	Zmiana 1M	-32,8%	-31,1%
ISIN	PLERBUD00012	Zmiana YTD	-48,4%	-40,9%
Liczba akcji (mln)	12,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	126,6	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	177,1	EV/EBITDA 12M fwd	3,0	-42,8%
Free float	15,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,3	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	70,7	5,6	-	10,7	6,3
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	-	1,3	-	4,5	3,5
DPS	1,68	1,20	1,10	0,00	0,55
DYield	17,0%	12,2%	11,1%	0,0%	5,6%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 790	1 805	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%

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%

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%

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 Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Unibep jest jedynym analizowanym przez nas wykonawcą, którego wyniki finansowe za 1H'18 były nominalnie dobre. Należy jednak pamiętać, co sprawiło, że po pierwszych sześciu miesiącach roku spółka realizuje 77% naszej całorocznej prognozy (ZN'18: 31 mln PLN, P/E=6x). Unibep doświadcza tych samych problemów z kosztami materiałów i deficytem pracowników, co inne spółki z branży. Wysoka rentowność Spółki nie wynika z innego podejścia do księgowości, lecz z rozliczenia projektów deweloperskich Spółki, które praktycznie w całości odpowiadają za zysk pierwszego półrocza. Działalność deweloperska Unibepu nie jest jedynie fenomenem bieżącego roku. W latach 2019-2021 Spółka planuje zakończyć budowę ok. 2,1 tys. mieszkań (ok. 600-800 rocznie). Rentowność na powyższych lokalach powinna być wyraźnie niższa niż w roku bieżącym, niemniej zakładamy, że ubytek zysku z działalności mieszkaniowej zostanie uzupełniony zyskiem z budowlanki oraz segmentu domów modułowych. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

5,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

10,10 PLN

+102,0%

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

Podstawowe dane			UNI PW	vs. WIG
Ticker	UNI PW	Zmiana 1M	-7,1%	-5,4%
ISIN	PLUNBEP00015	Zmiana YTD	-48,8%	-41,3%
Liczba akcji (mln)	35,1	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	175,4	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	178,9	EV/EBITDA 12M fwd	3,1	-54,6%
Free float	27,7%	EV/EBITDA 5Y avg	6,7	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	5,6	6,8	5,7	4,9	5,4
P/BV	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,4	2,9	3,8	2,9	2,7
DPS	0,17	0,20	0,15	0,31	0,41
DYield	3,4%	4,0%	3,0%	6,1%	8,2%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 249	1 629	1 643	1 656	1 631
budownictwo	994	1 219	1 275	1 250	1 236
produkcja	156	182	209	230	234
deweloperka	99	228	160	176	161
MBNS	6,7%	6,3%	5,4%	6,1%	6,1%
budownictwo	5,2%	2,5%	3,7%	4,3%	4,4%
produkcja	6,4%	6,3%	8,5%	8,5%	8,5%
deweloperka	22,7%	26,7%	15,0%	16,0%	16,0%
Gotówka	150	165	91	83	95
Dług netto	8	-84	-1	-13	-35
Dług netto / EBITDA	0,2	-2,5	0,0	-0,2	-0,6
WC netto	64	11	115	128	126
WC netto / przychody	5,1%	0,6%	7,0%	7,7%	7,7%
Kapitał własny	233	254	276	301	319
ROE	14,0%	10,6%	11,6%	12,4%	10,5%

Model DCF

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

Przepływy pieniężne

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Deweloperzy

Atal

kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Zaraportowane przez Spółkę we wrześniu wyniki finansowe za 2Q'18 okazały się wyraźnie lepsze od rynkowego konsensusu, jak również nieco przekroczyły nasze oczekiwania. Po pierwszym półroczu Spółka realizuje 66% naszej całorocznej prognozy ZN, którą podtrzymujemy. Harmonogram budów na drugą połowę roku zapowiada spadek przekazania mieszkań. Liczymy jednak na nieco wyższą rentowność niż to miało miejsce w ostatnich kwartałach. Skala realizowanych obecnie przez Spółkę inwestycji wspiera naszą prognozę stabilizacji wyników Spółki w latach 2019-2020 na poziomie 180-190 mln PLN, a duży bank ziemi daje Zarządowi komfort na kolejne lata. Przy obecnym kursie Atal oferuje wysoki DYield'19 w wysokości ok. 14%, zbliżony do poziomu prognozowanego przez nas w Dom Development. Nie widzimy większych zagrożeń po stronie długu dla wypłaty tak wysokiej dywidendy w przyszłym roku, jak również utrzymania wskaźnika wypłaty blisko 100% w kolejnych latach. Rekomendujemy kupno akcji Atalu.

Cena bieżąca

32,00 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

42,86 PLN

+33,9%

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

Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	-8,6%	-6,9%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	-21,8%	-14,3%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M		0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 238,9	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	1 466,0	EV/EBITDA 12M fwd	7,0	-13,6%
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	13,9	7,2	6,5	6,9	6,6
P/BV	1,8	1,6	1,5	1,5	1,5
EV/EBITDA	13,3	6,5	6,0	6,4	6,6
DPS	0,61	1,73	3,54	4,74	4,73
DYield	1,9%	5,4%	11,1%	14,8%	14,8%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przekazane lokale (szt.)	1 404	2 308	2 549	2 631	3 000
Przychód (tys. PLN)/lokal	353	375	370	349	340
SG&A	24	28	30	32	33
SG&A/przychody	4,8%	3,3%	3,2%	3,5%	3,3%
Marża EBIT	22,6%	25,6%	25,9%	25,3%	23,6%
Marża zysku netto	17,6%	19,8%	20,1%	19,7%	18,3%
Gotówka	187	266	241	208	108
Dług netto	324	214	232	266	366
Dług netto / kap. włas.	47%	27%	27%	31%	43%
Zapasy	1 132	1 342	1 274	1 303	1 404
Zapasy/przychody	223%	155%	135%	142%	138%
Zaliczki	231	365	276	283	280
Zaliczki/zapasy	20%	27%	22%	22%	20%
Kapitał własny	688	795	847	845	849
ROE	14,4%	24,9%	23,9%	21,3%	22,2%

Przepływy pieniężne

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

Analiza porównawcza

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

Model DCF

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

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Capital Park kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

W 2Q'18 Capital Park zaraportował dobre wyniki finansowe, zbliżone do naszych oczekiwań na NOI, około 5% wyższe na oczyszczonym EBIT i aż o 30% wyższe na FFO, co ma związek ze spadkiem kosztów finansowych po zrefinansowaniu długu w minionych kwartałach. W porównaniu z 2017 r. Spółka poprawiła wyniki na każdym poziomie. Wzrost FFO wyniósł 56% r/r w 2Q'18 oraz +60% r/r w całym pierwszym półroczu. Spółka utrzymuje relatywnie wysokie zadłużenie. Dług netto do kapitałów własnych kształtuje się na poziomie 114% względem 103% na koniec 1H'17. W naszej ocenie Spółka posiada jednak wystarczające rezerwy gotówkowe, by sfinansować wkład własny w projekcie ArtN. W sprawozdaniu za 1H'18 Capital Park po raz pierwszy rozpoznał rezerwę z tytułu odroczonego podatku dochodowego, dotyczącą nieruchomości posiadanych przez Spółkę, co skutkowało obniżeniem kapitałów własnych spółki o 129 mln PLN. Dotychczas powyższa rezerwa była prezentowana poza bilansem, gdyż Spółka nie planowała sprzedaży nieruchomości. Obecnie powyższa strategia jest rozważana przez Spółkę. Uważamy, że kluczowe aktywa Capital Park mogłyby osiągnąć na wolnym rynku cenę zbliżoną do obecnych wartości bilansowych, a środki pozyskane z transakcji w większości mogłyby zostać przeznaczone na dywidendę. Przy obecnej wycenie rynkowej Spółki na poziomie 0,6xNAV (uwzględniając rezerwę na podatek odroczone), transakcja sprzedaży aktywów mogłaby spotkać się z pozytywną reakcją rynku. Rekomendujemy kupno akcji Capital Park.

Cena bieżąca

5,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,35 PLN

+49,1%

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

Podstawowe dane			CPG PW	vs. WIG
Ticker	CPG PW	Zmiana 1M	+3,7%	+5,4%
ISIN	PLCPPRK00037	Zmiana YTD	-3,3%	+4,2%
Liczba akcji (mln)	108,8	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	609,0	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 946,5	EV/EBITDA 12M fwd	17,1	-29,9%
Free float	19,1%	EV/EBITDA 5Y avg	24,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	107,7	125,8	150,8	157,4	164,5
ZBNS	81,4	93,1	114,6	119,6	125,1
marża ZBNS	75,6%	74,0%	76,0%	76,0%	76,0%
EBIT bez rew.	55,5	79,8	99,4	105,9	110,8
Rewaluacja	68,9	-84,7	9,4	25,3	24,0
Zysk netto	29,9	-1,9	54,7	65,2	67,8
P/E	19,9	-	11,1	9,3	9,0
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	14,0	-	17,8	17,1	18,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,15	0,20
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%	3,6%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
FFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
BPS			0,0%	0,0%	0,0%
EUR/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

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

Przepływy pieniężne

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

Analiza porównawcza

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

Wycena metodą NAV

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

Podsumowanie NAV

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

Wycena

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

Dom Development kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Kurs Dom Development był w minionym miesiącu jednym z najsłabszych w sektorze. Uważamy, że fundamentalnie Spółka prezentuje się dobrze, a od czasu publikacji wyników za 2Q'18 nie pojawiły się informacje, które powinny zaniepokoić inwestorów. Miesiąc temu zwracaliśmy uwagę, że Atal jest notowany ze znacznym, nieuzasadnionym dyskontem do Dom Development i relatywnie dawałoby się się w akcjach tej Spółki. W ciągu ostatniego miesiąca Dom stracił relatywnie 20% do Atalu i dyskonto zostało domknięte. Silna przecena Dom jest w naszej opinii okazją do zwiększenia alokacji. Spółka jest notowana na ok. P/E=7x oraz DYield=14%. Historycznie Dom lepiej niż konkurencja radził sobie z realizacją planów podażyowych, co przy obecnym rynku nabiera szczególnej wartości i wspiera nasze optymistyczne prognozy finansowe na 2020 r. Rekomendujemy kupno akcji Dom Development.

Cena bieżąca

68,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

87,80 PLN

+29,1%

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

Podstawowe dane			DOM PW	vs. WIG
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	-7,1%	-5,5%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	-12,7%	-5,2%
Liczba akcji (mln)	25,0	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 697,9	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 779,4	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	-39,7%
Free float	24,8%	EV/EBITDA 5Y avg	10,7	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	13,4	8,9	7,1	7,4	6,6
P/BV	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6
EV/EBITDA	10,0	7,2	5,8	6,3	6,0
DPS	3,25	5,05	7,60	9,50	9,15
DYield	4,8%	7,4%	11,2%	14,0%	13,5%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przekazane lokale (szt.)	2 482	2 929	3 801	3 602	3 924
Przychód (tys. PLN)/lokal	465	480	460	475	480
SG&A	107	138	157	162	167
SG&A/przychody	9,3%	9,9%	9,0%	9,5%	8,9%
Marża EBIT	13,6%	16,8%	17,1%	16,7%	17,1%
Marża zysku netto	10,9%	13,6%	13,7%	13,4%	13,7%
Gotówka	437	331	214	280	132
Dług netto	-57	64	81	155	303
Dług netto/kap. włas.	-6%	6%	8%	15%	28%
Zapasy	1 508	1 989	2 050	2 152	2 253
Zapasy/przychody	131%	142%	117%	126%	120%
Zaliczki	349	568	615	645	563
Zaliczki/zapasy	23%	29%	30%	30%	25%
Kapitał własny	930	1 002	1 057	1 048	1 077
ROE	14,2%	20,5%	24,0%	21,6%	24,6%

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

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%

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 Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Kurs Echo kontynuował we wrześniu trend boczny. Od połowy czerwca notowania Spółki znajdują się w korytarzu wahań 4,20-4,50 PLN, a wyniki za 2Q'18 nie wyrwały Spółki z tego stanu. Przypominamy, że wynik Echo za 2Q'18 przekroczył nasze oczekiwania. Pozytywne zaskoczenie przyszło ze strony podstawowej działalności Spółki: marża na sprzedaży mieszkań oraz rewaluacja nieruchomości inwestycyjnych. Po półroczu Spółka realizuje 42% naszej prognozy rocznej, którą podtrzymujemy. W tym roku Echo sprzedało już trzy biurowce. Łącznie 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

4,33 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,63 PLN

+30,0%

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

Podstawowe dane		ECH PW	vs. WIG
Ticker	ECH PW	Zmiana 1M	-0,5% +1,2%
ISIN	PLECHPS00019	Zmiana YTD	+6,9% +14,4%
Liczba akcji (mln)	412,7	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 787,0	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	2 824,0	EV/EBITDA 12M fwd	12,1 -21,3%
Free float	14,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,3 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	4,5	5,7	5,9	5,4	6,7
P/BV	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	3,5	9,6	7,0	7,2	8,7
DPS	5,96	0,66	0,50	0,51	0,56
DYield	137,6%	15,2%	11,5%	11,9%	12,9%
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%

Model DCF

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

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

Przepływy pieniężne

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

GTC trzymaj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

We wrześniu ze Spółki nie płynęły nowe cenotwórcze informacje. Przypominamy, że opublikowane w sierpniu 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

8,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9,60 PLN

+16,4%

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

Podstawowe dane			GTC PW	vs. WIG
Ticker	GTC PW	Zmiana 1M	-11,1%	-9,4%
ISIN	PLGTC0000037	Zmiana YTD	-12,9%	-5,4%
Liczba akcji (mln)	470,3	Średni obrót 1M	0,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 880,0	Średni obrót 6M	1,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 262,2	EV/EBITDA 12M fwd	13,5	-5,8%
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	5,6	5,8	9,9	8,6	7,5
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	10,5	8,1	14,4	13,6	12,3
DPS	0,00	0,07	0,08	0,08	0,10
DYield	0,0%	3,4%	4,1%	4,4%	5,0%
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. wlas.	91%	89%	99%	104%	104%
NI	1 605	1 937	2 148	2 342	2 493
LTV	44%	43%	45%	47%	47%
Revaluacja/NI	6,6%	9,3%	2,1%	2,1%	2,3%
Kapitał własny	787	937	991	1 056	1 132
ROE	24,7%	19,8%	9,7%	10,6%	11,5%

Przepływy pieniężne

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

Analiza porównawcza

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

Wycena metodą NAV

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

Podsumowanie NAV

(mln EUR)	
Risk-free rate	3,5%
Premia za ryzyko	5,0%
Beta	1,0
Koszt kapitału własnego	8,5%
EUR/PLN '21P	4,15
Wycena NAVPS'21P (PLN)	9,00

Wycena

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

LC Corp kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

W ostatnich tygodniach sentyment do Spółki uległ istotnej poprawie, a kurs LC Corp odrobił z nawiązką spadek kursu z przełomu sierpnia i września. Wsparciem okazały się wyniki Spółki za 2Q'18. Przy wysokim wolumenie przekazania Spółka zaraportowała najwyższą marżę deweloperską spośród spółek z GPW (35,6%) i po 1H ma ponad 70-procentowe wykonanie naszej całorocznej prognozy oczyszczonego ZN. Obecnie największa nasza obawa jest związana ze spadkiem oferty, która zapewne będzie niewystarczająca do realizacji naszych prognoz sprzedaży w tym roku oraz stanowi ryzyko dla prognoz finansowych na 2020 r. Zwracamy przy tym uwagę, że nasze szacunki na lata 2019-2020 zakładają wzrost wyników Spółki. Ewentualna korekta prognoz wprowadzałaby stabilizację na wciąż atrakcyjnym poziomie z punktu widzenia akcjonariuszy. Drugim, oprócz wyników, czynnikiem wspierającym kurs akcji LC Corp jest gra pod sprzedaż części nieruchomości komercyjnych Spółki. Uważamy, że taka transakcja jest prawdopodobna w perspektywie najbliższych 6 miesięcy i w zależności od scenariusza (liczba sprzedanych nieruchomości) wiązałaby się z wpływem gotówki netto rzędu 120-600 mln PLN (0,27-1,36 PLN na akcję), co stanowi 11-54% kapitalizacji Spółki. Znaczne część tych środków mogłaby zostać przeznaczona na dywidendę nadzwyczajną. Rekomendujemy kupno akcji LC Corp.

Cena bieżąca

2,48 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,58 PLN

+44,4%

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

Podstawowe dane			LCC PW	vs. WIG
Ticker	LCC PW	Zmiana 1M	+1,2%	+2,9%
ISIN	PLCCRP00017	Zmiana YTD	-1,2%	+6,3%
Liczba akcji (mln)	447,6	Średni obrót 1M		4,9 mln PLN
MC (mln PLN)	1 109,9	Średni obrót 6M		2,4 mln PLN
EV (mln PLN)	1 988,3	P/E 12M fwd	5,8	-38,8%
Free float	41,3%	P/E 5Y avg	9,5	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	9,8	13,8	6,0	5,5	5,6
P/E koryg.	9,2	7,4	6,4	5,9	5,6
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
DPS	0,18	0,07	0,24	0,29	0,31
DYield	7,3%	2,8%	9,7%	11,7%	12,6%
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. wias.	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	

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

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

(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 (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Wyniki AmRest za 2Q'18 były poniżej oczekiwań rynkowych oraz naszych oczekiwań na linii EBITDA. Główną przyczyną różnicy względem naszych oczekiwań były wyższe odpisy na aktualizację wartości restauracji (5,8 mln PLN w 2Q'18 vs. 1,6 mln PLN w 2Q'17). 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%. Sprzedaż oczyszczona o akwizycje wzrosła o 11,9% r/r, a EBITDA poprawiła się o 14,5% r/r w 2Q'18 (wzrost marży EBITDA o 0,3p.p. r/r). Rentowność AmRest w 2Q'18 obniżyła się o 1,9p.p. r/r do 9,6%, na co negatywny wpływ miała konsolidacja przejętych sieci restauracji oraz koszty związane z ich usprawnianiem. AmRest utrzymywał 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). Wskaźnik DN/EBITDA wyniósł 2,2x na koniec 2Q'18 (nie uwzględnia akwizycji Sushi Shop za 240 mln EUR). Biorąc pod uwagę komentarz Zarządu, spółka wyemituje 70-100 mln EUR w krótkim terminie. Wysokie zadłużenie powinno ograniczyć aktywność na rynku M&A AmRest. Ze względu na brak dodatkowych kosztów związanych z aktualizacją wartości restauracji oczekujemy, że spółka przyspieszy poprawę EBITDA r/r ok 3Q'18. W krótkim terminie negatywnie na notowania Spółki może wpływać informacja po planowanej emisji akcji (maksymalnie 4,6% kapitalizacji).

Cena bieżąca

449,50 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

426,00 PLN

-5,2%

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	426,00 PLN	2018-09-03

Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	+3,1%	+4,7%
ISIN	NL0000474351	Zmiana YTD	+9,6%	+17,1%
Liczba akcji (mln)	21,2	Średni obrót 1M	7,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 535,6	Średni obrót 6M	4,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 316,0	EV/EBITDA 12M fwd	12,4	+21,0%
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	50,0	52,3	47,4	37,2	28,6
P/BV	7,3	7,3	6,3	5,4	5,2
EV/EBITDA	19,6	18,4	15,5	12,4	10,4
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	12,09
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż/rest.			0,0%	0,0%	0,0%
marża EBITDA			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Liczba rest.			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

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

Wskaźniki

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

Analiza porównawcza

	18P	P/E	20P	18P	EV/EBITDA	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

Dynamika sprzedaży spółki we wrześniu'18 powinna być niska ze względu na niesprzyjające warunki pogodowe oraz efekt bazy. Oczekujemy przesunięcia popytu na październik (najważniejszy miesiąc pod względem wyniku w roku), w którym dynamika poprawy r/r powinna być dodatkowo wspierana przez efekt bazy. Wyniki za 2Q'18 były poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie EBITDA. 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 dyscyplinę 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 wygenerowanie 484 mln PLN gotówki z działalności operacyjnej. 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 zmateriałizować się w 2019 roku. Biorąc pod uwagę potencjalnie znacznie lepsze wyniki w X'18 oczekujemy pozytywnego zachowania się kursu Spółki w październiku.

Cena bieżąca

220,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

295,00 PLN

+34,1%

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

Podstawowe dane		CCC PW	vs. WIG
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	-1,2% +0,4%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-22,2% -14,7%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	25,6 mln PLN
MC (mln PLN)	9 047,9	Średni obrót 6M	26,4 mln PLN
EV (mln PLN)	9 617,4	EV/EBITDA 12M fwd	13,1 -17,2%
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	28,1	32,4	28,8	17,0	12,7
P/BV	9,4	8,2	6,7	5,0	3,7
EV/EBITDA	21,0	19,1	16,3	11,4	8,8
DPS	2,19	2,47	1,40	1,87	0,00
DYield	1,0%	1,1%	0,6%	0,8%	0,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
MBNS		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Sprzedaż det/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	
SG&A/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

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

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż det/mkw.	683	701	710	721	733	729	726	722	738	773	0
SG&A/mkw.	274	276	277	280	286	289	289	286	292	306	0
Powierzchnia	575	664	745	825	903	986	1 073	1 167	1 193	1 218	0
Przychody	4 336	5 211	6 002	6 790	7 597	8 261	8 967	9 705	10 445	11 183	11 183
EBITDA	512	648	778	908	1 025	1 113	1 228	1 338	1 429	1 511	1 515
marża EBITDA	11,8%	12,4%	13,0%	13,4%	13,5%	13,5%	13,7%	13,8%	13,7%	13,5%	13,6%
EBIT	407	532	652	772	878	907	989	1 107	1 213	1 302	1 302
Podatek	77	101	124	147	167	172	188	210	230	247	0
CAPEX	193	191	200	219	236	850	304	105	118	214	214
Kapitał obrotowy	229	353	307	402	362	269	288	299	309	319	319
FCF	15	7	150	143	264	-174	452	728	776	735	757
PV FCF	14	6	119	104	177	-107	255	378	369	321	
WACC	8,8%	8,8%	8,9%	9,0%	8,7%	8,7%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Dino 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 poprawą 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.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Liczba sklepów	628	775	953	1 153	1 338
Powierzchnia	238	295	364	442	515
Średnia powierzchnia skl.	380	381	382	383	385
MBNS	22,9%	23,0%	23,1%	23,2%	23,2%
Sklepów/centrum dystryb.	209	258	238	288	268
Przepływy oper.	324	497	614	775	925
Amortyzacja	65	86	113	141	171
Kapitał obrotowy	47	131	147	177	194
Przepływy inw.	-310	-402	-638	-652	-614
CAPEX	-312	-411	-638	-652	-614
Przepływy fin.	18	41	-35	-131	-128
Wpływy/spłaty pożyczek	92	31	0	-100	-100
FCF	-24	50	-30	117	305
FCF/EBITDA	-9%	13%	-6%	17%	36%
CFO/EBITDA	116%	128%	113%	111%	108%

Model DCF

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

Cena bieżąca

99,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

103,50 PLN

+3,9%

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

Podstawowe dane			DNP PW	vs. WIG
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	-0,6%	+1,1%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+26,4%	+33,9%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M		18,9 mln PLN
MC (mln PLN)	9 764,8	Średni obrót 6M		20,1 mln PLN
EV (mln PLN)	10 308,8	EV/EBITDA 12M fwd	15,8	-1,2%
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	64,6	45,7	30,6	22,9	18,3
P/BV	14,3	10,8	8,0	5,9	4,5
EV/EBITDA	36,5	26,3	19,0	14,6	11,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		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.	

Wskaźniki

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Eurocash kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Rezultaty za 2Q'18, były nieznacznie powyżej oczekiwań rynkowych. Pozytywnie należy ocenić płaski r/r wynik EBITDA pomimo negatywnych czynników w postaci efektu bazy (efekt Świąt Wielkanocnych) 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). Zgodnie z komentarzem Spółki, modernizacja sklepów sieci Eko w Delikatesy Centrum powinna zakończyć się w 3Q'18. Poza poprawą efektywności w segmencie hurtu, wynikiem Spółki w 3-4Q'18 sprzyjać powinien efekt niskiej bazy (EBITDA zmniejszyła się o 18%/36% r/r odpowiednio w 3Q'18/4Q'18). Dalsze optymalizacja kosztowa, aktywizacja sprzedaży (modernizacja placówek sieci Eko) oraz dalszy rozwój współpracy ze sklepami partnerskimi powinny zagwarantować stabilny wzrost wyników w 2019 roku. Korygujemy nieznacznie nasze oczekiwania EBITDA na 2018/19/20 rok ze względu na bardziej konserwatywne założenia dla segmentu detal.

Cena bieżąca

18,08 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

26,40 PLN

+46,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	26,40 PLN	2018-10-01	
poprzednia	kupuj	30,70 PLN	2018-04-06	
Podstawowe dane			EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-2,3%	-0,6%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-29,8%	-22,3%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M		5,2 mln PLN
MC (mln PLN)	2 516,1	Średni obrót 6M		5,5 mln PLN
EV (mln PLN)	3 118,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,8	-38,3%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	11,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	21 206	22 111	24 468	26 954	27 544
EBITDA	440	246	402	449	492
marża EBITDA	2,1%	1,1%	1,6%	1,7%	1,8%
EBIT	274	63	211	240	282
Zysk netto	179	-33	103	138	191
P/E	14,0	-	24,4	18,2	13,2
P/BV	2,2	2,4	2,5	2,3	2,0
EV/EBITDA	6,6	12,0	7,8	6,4	5,4
DPS	1,05	0,80	0,73	0,75	0,75
DYield	5,8%	4,4%	4,0%	4,1%	4,1%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			-6,4%	-4,9%	-4,9%
Zysk netto			-22,3%	-19,5%	-19,4%
Hurt (EBITDA)			n.a.	n.a.	n.a.
Detal (EBITDA)			n.a.	n.a.	n.a.
Projekty (EBITDA)			n.a.	n.a.	n.a.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Hurt niezależny (S)	13 886	14 460	14 749	14 454	14 021
Hurt zintegrowany (S)	7 766	8 065	8 468	8 638	8 811
Detal (S)	976	2 273	2 500	3 240	3 467
Nowe projekty (S)	80,6	557,3	803,1	883,4	1015,9
Nowe projekty (EBITDA)	-41	-49	-38	-23	1
Przepływy oper.	325	494	456	533	479
Amortyzacja	166	183	190	209	210
Kapitał obrotowy	-99	247	117	128	41
Przepływy inw.	-270	-336	-470	-173	-175
CAPEX	-136	-162	-172	-173	-175
Przepływy fin.	22	-117	-103	-61	-142
Dywidenda/buyback	-146	-111	-102	-104	-104
FCF	98	361	-27	316	283
FCF/EBITDA	22%	146%	-7%	70%	58%
CFO/EBITDA	74%	200%	114%	119%	97%

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Cykl konwersji zapasów	21,1	24,7	24,6	24,5	24,5
Cykl konwersji należności	30,1	27,8	27,6	27,4	27,2
Cykl konwersji zobowiązań	66,9	73,7	73,3	73,3	73,3
Cykl konwersji gotówki	-15,8	-21,3	-21,2	-21,4	-21,6
Narzut SG&A	9%	10%	10%	10%	10%
Dług netto	324	370	546	348	185
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	1,5	1,4	0,8	0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	11,5	9,5	8,3	5,8	5,1	4,6
Maksimum	22,7	17,0	15,5	9,4	8,1	7,5
Mediana	16,1	12,8	11,0	6,9	6,3	5,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Hurt niezł. (EBITDA)	211	208	202	189	184	178	173	168	163	158	158
Hurt zint. (EBITDA)	303	318	324	334	344	354	365	376	387	399	399
Detal (EBITDA)	41	49	70	95	100	104	108	113	117	122	122
Przychody	24 468	26 954	27 544	28 129	28 778	29 472	30 215	31 012	31 480	32 404	32 404
EBITDA	402	449	492	527	532	527	522	517	511	505	505
marża EBITDA	1,64%	1,67%	1,79%	1,87%	1,85%	1,79%	1,73%	1,67%	1,62%	1,56%	1,56%
EBIT	194	222	264	298	302	296	291	284	278	291	291
Podatek	476	68	56	58	58	56	55	54	53	55	55
CAPEX	-172	-173	-175	-177	-178	-180	-182	-184	-214	-214	-214
Kapitał obrotowy	-236	-126	-40	-41	-44	-47	-50	-53	-39	-61	-61
FCF	-27	316	283	315	322	319	316	314	264	297	297
PV FCF	-27	287	239	246	234	215	198	182	142	148	
WACC	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,5%
Zdyskontowana wartość FCF	4 237
Dług netto	370
Inne korekty	64
Wycena DCF na akcję (PLN)	27,33

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	21,21
DCF	50%	27,33
Cena wynikowa		24,88
Koszt kapitału 9M		6,0%
Cena docelowa za 9M		26,40

Jeronimo Martins kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W 2Q'18 Spółka odnotowała spowolnienie dynamiki Ifl we wszystkich conceptach, 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 niezmiennym 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” rozpoczął 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 niezmiennym 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

12,69 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

15,20 EUR

+19,8%

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

Podstawowe dane		JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-0,4% +1,3%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	-18,6% -11,1%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	9,3 mln EUR
MC (mln EUR)	7 982,6	Średni obrót 6M	13,2 mln EUR
EV (mln EUR)	8 143,3	EV/EBITDA 12M fwd	7,9 -18,8%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	9,7 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	13,5	20,7	20,0	16,7	15,6
P/BV	4,6	4,5	4,0	3,5	3,1
EV/EBITDA	9,2	8,7	8,6	7,4	6,6
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 kupuj (podwyższona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Niesprzyjające warunki pogodowe oraz efekt bazy powinien wpływać na wynik sprzedaży Spółki we wrześniu, który jest najistotniejszym miesiącem w 3Q. W związku z powyższym oczekiwane w pierwszym tygodniu października szacunkowe dane LPP za 3Q'18 mogą okazać się słabe. Niemniej uważamy, że spółka jest odpowiednio przygotowana do sezonu i powinna istotnie poprawić wynik r/r w 4Q'18 (głównie za sprawą mocnego X'18). Pomimo umocnienia USDPLN r/r, Spółka ma potencjał do poprawy marży brutto na sprzedaży r/r w 2H'18 ze względu na wyższe wolumeny sprzedaży w pierwszej cenie. W 2Q'18 poprawa lfl oraz rentowności sprzedaży pozwoliły Spółce na wzrost EBIT o 49,3% r/r vs. wzrost o 140% w 2Q'17. 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 oraz 22% EBITDA CAGR 2017-20. W związku z czym, uważamy naszą rekomendację akumuluj za aktualną.

Cena bieżąca

8 625,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

10 200,00 PLN

+18,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	10 200,00 PLN	2018-10-01	
poprzednia	akumuluj	10 200,00 PLN	2018-06-18	
Podstawowe dane			LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	-3,5%	-1,8%
ISIN	PLPP0000011	Zmiana YTD	-2,8%	+4,7%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	42,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 977,1	Średni obrót 6M	24,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	15 262,4	EV/EBITDA 12M fwd	12,4	-15,6%
Free float	69,5%	EV/EBITDA 5Y avg	14,7	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	90,6	36,2	24,3	19,9	16,8
P/BV	7,4	6,5	5,3	4,3	3,5
EV/EBITDA	32,3	18,0	13,2	10,9	9,0
DPS	32,66	35,71	36,03	53,84	65,63
DYield	0,4%	0,4%	0,4%	0,6%	0,8%
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 2Q'18 Spółka zaraportowała istotnie wyższy wynik EBITDA na poziomie 2,3 mln PLN vs. -1,7 mln PLN. Pomimo spadku sprzedaży r/r w 2Q'18, Spółka poprawiła rezultaty dzięki podwyższeniu marży brutto na sprzedaży (+1,6p.p. r/r) oraz utrzymaniu dobrej dyscypliny kosztowej (obniżenie kosztów operacyjnych o 3 mln PLN r/r). Zarząd skutecznie optymalizuje koszty, co ma odzwierciedlenie w zmniejszeniu wskaźnika SG&A/mkw. o 8,9% r/r w 2Q'18. Obniżenie wskaźnika zostało osiągnięte pomimo wzrostu nakładów na marketing r/r. Potencjalnie niski wynik we wrześniu'18 (niesprzyjające warunki pogodowe oraz efekt bazy) oraz brak poprawy sprzedaży w miesiącach lipiec-sierpień'18, powinny negatywnie przełożyć się na rezultaty w 3Q'18. W sierpniu TXM pozyskał 31,9 mln PLN z emisji akcji/obligacji, co zostało w całości przeznaczone na zasilenie kapitału obrotowego. Pozyskane środki powinny pozwolić Spółce na zoptymalizowanie poziomu zatowarowania w 4Q'18 oraz istotną poprawę sprzedaży i wyników Spółki. Oczekujemy odwrócenia negatywnego trendu w sprzedaży w październiku 2018. W kalkulacji ceny docelowej uwzględniamy akcje serii G (4,3 mln akcji) oraz akcje serii H (10,5 mln akcji).

Cena bieżąca

0,63 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,48 PLN

+452,4%

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

Podstawowe dane			TXM PW	vs. WIG
Ticker	TXM PW	Zmiana 1M	-55,9%	-54,3%
ISIN	PLTXM0000015	Zmiana YTD	-73,8%	-66,3%
Liczba akcji (mln)	44,9	Średni obrót 1M	0,05 mln PLN	
MC (mln PLN)	28,3	Średni obrót 6M	0,03 mln PLN	
EV (mln PLN)	73,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	-31,5%
Free float	21,4%	EV/EBITDA 5Y avg	5,2	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	1,4	-	-	2,1	1,2
P/BV	0,3	0,4	0,6	0,5	0,3
EV/EBITDA	1,9	-	12,5	3,0	1,9
DPS	0,15	0,00	0,00	0,09	0,14
DYield	23,0%	0,0%	0,0%	14,9%	22,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż/mkw.			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
SG&A/mkw.			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Powierzchnia			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Polska (S)	340	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%

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%

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

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

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 kupuj (podwyższona)

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

Notowania PBKM w ciągu ostatniego dwóch miesięcy spadły o ponad 20%. Częściowo to reakcja rynku na wyniki za 2Q'18, które wypadły poniżej oczekiwań. Widoczny jest wzrost kosztów operacyjnych (+10,7% R/R, +6,8% bez jednorazowych 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, stąd obniżamy oczekiwania wynikowe z 50,7 mln PLN do 42,9 mln PLN (tj. o 15% w dół). Jednocześnie uwzględniamy w naszych prognozach wpływ przejęcia portugalskiego Stemlab. Przyjmujemy wpływ +26 mln PLN na przychody 2019 r., 0,0 mln PLN na linii EBITDA księgowa w 2019 r., +3,5 mln PLN na FCF'19 oraz 0,0 mln PLN długu netto na moment przejęcia. Ze względu na mały zestaw danych finansowych dot. przejmowanego podmiotu oraz ambitne założenia dot. synergii przychodowych, nasze prognozy są dość konserwatywne (przyjmujemy w 2019 r. EBITDA podmiotu na ok. 1,4 mln EUR vs. 2,1 mln PLN projekcja gotówkowej EBITDA na potrzeby procesu przejęcia podana przez Zarząd). Poziom ceny docelowej wyznaczamy na 66,40 PLN, co implikuje 15% potencjał wzrostowy. Stąd, obecne zalecenie inwestycyjne to kupuj.

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	208,3
Przychody	128,3	147,1	153,0	190,4	201,6
Koszt własny sprzedaży	50,2	56,2	60,9	91,6	95,7
ZBNS	78,1	90,9	92,0	98,8	105,9
marża	60,9%	61,8%	60,2%	51,9%	52,5%
Koszty sprzedaży	28,0	31,4	33,8	35,6	37,1
Koszty ogólnego zarządu	20,5	20,5	21,3	22,4	24,5
Poz. dział. operacyjna	0,4	2,2	0,4	0,0	0,0
EBIT	29,9	41,2	37,3	40,8	44,3
Amortyzacja	4,1	4,8	5,6	6,0	6,2
EBITDA	34,1	46,0	42,9	46,8	50,5
marża	26,6%	31,3%	28,0%	24,6%	25,0%
Zysk netto	22,3	30,7	33,6	35,7	38,8

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
EBIT gotówkowy	23,0	29,4	33,9	34,7	35,4	36,2	37,0	37,9	38,7	39,6	40,6
Opodatkowanie EBIT	2,7	2,8	3,5	3,6	3,7	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2
NOPLAT	20,3	26,6	30,4	31,1	31,8	32,5	33,2	33,9	34,7	35,5	36,4
Amortyzacja	5,6	6,0	6,2	6,7	6,8	7,0	7,1	7,3	7,4	7,6	7,8
CAPEX	-85,5	-10,6	-11,1	-9,9	-9,6	-9,4	-9,2	-8,9	-8,7	-7,6	-7,8
Kapitał obrotowy	-4,5	-5,6	-4,6	-4,7	-4,8	-4,9	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5
FCF	-64,2	16,3	20,9	23,1	24,1	25,1	26,1	27,1	28,1	30,1	30,8
PV FCF	-62,6	14,8	17,4	17,9	17,2	16,5	15,8	15,1	14,4	14,2	
WACC	7,9%	7,9%	8,1%	8,2%	8,4%	8,5%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Koszt kapitału wł.	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
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)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Dywidendy	9,0	4,3	4,3	6,4	9,6	14,4	17,3	20,8	22,8	24,8	25,4
PV dywidend	8,5	3,8	3,5	4,9	6,8	9,3	10,3	11,4	11,6	189,7	
Koszt kapitału wł.	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca	57,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	66,40 PLN	+14,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	66,40 PLN	2018-10-01
poprzednia	trzymaj	76,26 PLN	2018-06-06
Podstawowe dane			
Ticker	BKM PW	Zmiana 1M	-21,9%
ISIN	PLPBKM000012	Zmiana YTD	-16,4%
Liczba akcji (mln)	5,0	Średni obrót 1M	1,0 mln PLN
MC (mln PLN)	287,3	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN
EV (mln PLN)	354,7	EV/EBITDA 12M fwd	5,0
Free float	48,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,1

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	128,3	147,1	153,0	190,4	201,6
EBITDA	34,1	46,0	42,9	46,8	50,5
marża EBITDA	26,6%	31,3%	28,0%	24,6%	25,0%
EBIT	29,9	41,2	37,3	40,8	44,3
Zysk netto	22,3	30,7	25,5	26,8	29,3
P/E	12,9	9,4	11,3	10,7	9,8
P/BV	5,2	3,7	2,7	2,1	1,7
EV/EBITDA	8,5	6,2	8,3	7,4	6,6
DPS	1,41	1,72	0,86	0,86	0,86
DYield	2,4%	3,0%	1,5%	1,5%	1,5%
Zmiana prognoz					
Przychody			-5,0%	+9,8%	+8,9%
EBITDA			-15,5%	-15,4%	-15,6%
Zysk netto			-17,7%	-18,0%	-18,2%
FCF			-1,0%	-4,5%	-4,3%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	13,9	19,7	21,4	27,0	32,0
CFO/EBITDA	41%	43%	50%	58%	63%
Capex	-9,4	-6,5	-85,5	-10,6	-11,1
Aktywa ogółem	163,6	189,9	304,1	347,8	393,4
Kapitał własny	55,7	77,9	107,1	138,6	173,2
Dług netto	-0,4	-4,3	66,4	58,3	45,6
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	-0,1	1,5	1,2	0,9

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			FCF/EV		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	0,0	0,0	0,0	849,9%	823,5%	770,6%
Maksimum	0,1	0,1	0,1	1748,6%	1456,8%	1303,8%
Mediana	0,0	0,0	0,1	1029,6%	937,6%	880,5%
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	326,0
Dług netto i inne korekty	-1,3
Wycena DCF na akcję (PLN)	65,84

Podsumowanie DDM

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost DIV po prognozie	2,5%
Wycena DDM na akcję (PLN)	52,07

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	67,52
DDM	33%	52,06
DCF	33%	67,62
Cena wynikowa		62,40
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		66,40

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 1 października 2018 o godzinie 8:51.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 1 października 2018 o godzinie 8:51.

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, Energia, 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, Energia, 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, Rawiplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Syginit, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwhheels, 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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:
http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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.

Zdykontowanych 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.

Zdykontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

Agora	Axel Springer, Carmike Cinemas, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, Gruppo Editoriale L'espresso, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Regal Entertainment Group, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media, Telegraaf Media Groep
AmRest	Alsea, Autogrill, Chipotle Mexican, Collins Foods, Jack In The Box, McDonalds, Mitchells & Butlers, Panera Bread, Starbucks, Texas Roadhouse, Wendy's, Yum! Brands
Asseco Poland	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Atal, Dom Development	Archicom, Atal, Dom Development, i2 Development, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, Polnord, Ronson
Budimex, Erbud, Unibep	Budimex, Elektrobudowa, Elektrotim, Erbud, Herkules, Torpol, Trakcja, Ulma, Unibep, ZUE, Strabag, Porr, Hochtief, Bouygues, Salini, Astaldi, Mota Engil, Skanska, PEAB, NCC
Capital Park, GTC	BBi Development, Capital Park, Echo Investment, GTC, P.A. Nova, PHN, Alstria Office, Atrium European RE, CA Immobilien, Deutsche Euroshop, DIC Asset, Immofinanz, Klepierre, Unibail-Rodamco, S Immo
CCC	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Voox Net-a-Porter, Zalando
CD Projekt	Activision, Blizzard, CAPCOM, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Electronic Arts
CEZ, Enea, Energa, PGE, Tauron	CEZ, EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
Ciech	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, Dow Chemical, Huntsman, Soda Samayii, Solvay, Synthos, Tata Chemicals, Tessenderlo Chemie, Tronox, Wacker Chemie
Comarch	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Cyfrowy Polsat	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Swisscom, Talktalk Telecom, TDC, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpelcom, Vodafone Group
Dino	Carrefour, Dixy Group, Emperia, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Echo Investment	Archicom, Atal, Capital Park, Dom Development, GTC, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, P.A. Nova, PHN, Polnord, Ronson
Elektrobudowa	Budimex, Elektrobudowa, Elektrotim, Erbud, Herkules, Torpol, Trakcja, Ulma, Unibep, ZUE, Strabag, Porr, Hochtief, Bouygues, Salini, Astaldi, Mota Engil, Skanska, PEAB, NCC, Siemens, Alstom, ABB, Schneider Electric
Eurocash	Carrefour, Dixy Group, Emperia, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Atlas Copco, Caterpillar, Duro Felguera, Komatsu, Sandvik, Shanghai Chuangli, Tian Di
Grupa Azoty	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
Jeronimo Martins	Carrefour, Emperia, Eurocash, Magnit, Tesco, X5
JSW	Alliance Resource Partners, Peabody Energy, Arch Coal, Semirara Mining and Power, Bukin Asam, Henan Shenhua, Yanzhou Coal Mining, Banpu Public, LW Bogdanka, Shaanxi Heima, China Coal, Shougang Fushan Resources, Cokal, Teck Resources
Kernel	Astarta, Andersnons, ADM, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oil Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Impexmetal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
KGHM	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-Mcmoran, Grupo Mexico, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
LC Corp	Archicom, Atal, Dom Development, Echo Investment, GTC, i2 Development, JWC, Lokum Deweloper, Polnord, Ronson
Lotos, MOL	Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Galp, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras, Unipetrol
LPP	CCC, Gerry Weber, H&M, Hugo Boss, IC Companys, Inditex, Kappahl, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
Netia	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Megafon, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange , Orange Polska, Rostelecom , Swisscom, Talktalk Telecom, TDC, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpelcom , Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Swisscom, TDC, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, SSE, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Galp, Hellenic, Huntsman, Indorama, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Unipetrol, Westlake
Play	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, TDC, Telecom Italia, TalkTalk, Tele2, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpel, Vodafone Group
Polwax	Alexandria Mineral Oils, Calumet Specialty Products, Ciech, Fuchs Petrolub, H&R, Moresco, Sasol
Skarbiec Holding	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Altus, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Quercus, Schroders, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Paged, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmarin, West Fraser
Synthos	Apar Industries, Ashi Kasei, BASF, Dow Chemical, Grand Pacific, Kumcho PetroChemical, Lanxess, Polyone, Synthomer, Trinseo, TSRC, UBE Industries, ZEON
TXM	Brown Group, Bytom, Citi Trends, Duluth, Express, Giordano, Monnari, Premier Inv, The Buckle, Vistula
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Priceline Group, Yahoo!, Yandex

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy

Agora

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-09-14	2018-04-06	2018-01-26	2017-11-23	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	15,40	18,40	18,90	18,00	18,80
kurs z dnia rekomendacji	8,48	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

Alor Bank

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

Alumetal

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

Amica

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-09-13	2018-06-06	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	112,80	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	równoważ
data wydania	2018-09-05	2017-11-30
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,25	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
data wydania	2018-05-23	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,92	2,50

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	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-10-01	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-27	2017-11-03	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	180,50	166,50	166,50	166,50	180,00	205,00	185,00	195,00
kurs z dnia rekomendacji	167,00	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	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-09-26	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	45,00	71,00	116,00	113,00
kurs z dnia rekomendacji	32,80	69,00	96,40	81,20

Elektrotim

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj	niedoważaj
data wydania	2018-09-27	2018-05-28	2017-11-16	2017-10-24
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,20	5,80	7,61	9,76

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

Energia

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	kupuj
data wydania	2018-10-01	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	26,40	30,70	31,10	32,30	38,30	44,30
kurs z dnia rekomendacji	18,08	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	kupuj
data wydania	2018-09-17	2018-02-02	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	292,77	300,94	340,17
kurs z dnia rekomendacji	187,80	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
data wydania	2018-06-22	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	3,58	3,50	3,74
kurs z dnia rekomendacji	2,39	2,70	3,10

Lokum Deweloper

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

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	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-10-01	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	10200,00	9500,00	9500,00	9500,00	9400,00	9900,00	8200,00	8400,00
kurs z dnia rekomendacji	8 625,00	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	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-10-01	2018-09-13	2018-06-22	2018-03-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	65,40	91,20	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
data wydania	2018-07-13	2018-05-23	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,60	7,19	8,21

Netia

rekomendacja	trzymaj	redukuj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2018-10-01	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	4,30	4,30	4,30	4,60
kurs z dnia rekomendacji	4,50	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	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-10-01	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	66,40	76,26	76,83	76,00	71,00	71,00	66,30
kurs z dnia rekomendacji	57,80	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	równoważ	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-09-28	2018-08-08	2018-04-27	2017-11-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	36,45	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	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-09-14	2018-05-09	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	-	16,69	18,80	20,56
kurs z dnia rekomendacji	7,70	7,80	11,05	11,95

Pozbud

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-09-04	2017-11-13
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,57	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

Santander Bank Polska

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

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	równoważ
data wydania	2018-09-27	2018-05-28	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	5,18	6,40	7,50	7,98	8,16	8,55	10,93

Trakcja

rekomendacja	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-09-27	2018-05-18	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,47	3,65	6,75	7,24	7,56	7,69	10,30

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	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-09-27	2018-05-28	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	5,56	5,86	6,12	6,18	6,44	6,89

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak

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

Michał Konarski

+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel

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

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron

dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek

+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec

+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski

+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop

+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski

+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak

+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik

+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski

+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

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